LE

# SYSTÈME MONÉTAIRE GREC

## ET LE CHANGE

TOME PREMIER

C.-J. DAMIRIS

DOCTEUR EN DROIT DE L'UNIVERSITÉ D'ATHÈNES
ET DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS



# LE SYSTÈME MONÉTAIRE GREC ET LE CHANGE

TOME PREMIER






PARIS

ANCIENNEMENT M. GIARD ET É. BRIÈRE

MARCEL GIARD & Cie, SUCCESSEURS

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

1920

TOME PREMIER

---

*Le système de circulation fiduciaire et de réglementation du change, introduit par l'Article 8, § a) de la loi* Γ *XM B, du 19 Mars 1910. — L'état de la circulation et du change qu'il vint réglementer. — Analyse théorique du système. — Le système dans son application. — Ses effets sur la solidité et l'élasticité de la circulation. — Son influence pour le maintien du change au pair. — Sa résistance ét son efficacité en présence de crises consécutives. — Son utilité pour la couverture des dépenses de guerre.*

---

# INTRODUCTION

## § 1. — *But de cet ouvrage.*

Parmi tant d'autres problèmes d'ordre économique et financier que la guerre a fait naître ou se développer, et que la paix n'a pu résoudre jusqu'ici, il n'en est pas de plus intéressants, mais aussi de plus complexes, que ceux relatifs au change et à la circulation fiduciaire.

Leur actualité est brûlante depuis que la monnaie de papier, prodigieusement développée, est devenue dans le monde l'instrument presque unique des échanges intérieurs, et depuis que l'écart inquiétant et les oscillations constantes des changes constituent un facteur primordial dans les échanges extérieurs.

Leur importance est manifeste quand on pense que l'excès, jusqu'ici inconnu, de la circulation fiduciaire dans tel ou tel pays (1), provoque une hausse générale des prix qui touche tous les individus, quelle que soit leur condition, et quand on pense que l'incertitude et les entraves que les variations continuelles des changes suscitent (2), influencent directement les relations

(1) Et la dépréciation qui s'ensuit de sa monnaie légale.

(2) Variations provoquées à leur tour, aussi bien par cette multiplication et dépréciation de certaines monnaies et par l'action du facteur confiance, que par le bouleversement de la balance des comptes de tous les pays.

d'affaires entre peuples et affectent, par là, tous les particuliers, quelle que soit leur nationalité.

En présence de cette situation contre laquelle les procédés habituels en pareilles circonstances sont absolument insuffisants, ou difficiles à appliquer, et contre laquelle les courants naturels de redressement apparaissent comme très lents à se déclencher et à produire leurs effets, tout le monde cherche un remède et aspire à une solution. Aussi, les questions relatives au change et à la circulation préoccupent-elles un peu partout les esprits (1).

Or, ce n'est que de la discussion que peut jaillir la lumière ; ce n'est que de l'examen et du rapprochement des différentes idées inspirées par ce qui a été fait jusqu'ici et combinées avec l'étude et la juste appréciation de la situation actuelle, que peut sortir la solution.

C'est à ce moment difficile que va paraître le présent ouvrage sur le système de circulation fiduciaire et de réglementation du change de la Grèce. Ce n'est pas là le résultat d'une pure coïncidence. Poussé par la conviction que nous venons d'exprimer de la nécessité d'une collaboration intellectuelle intense et d'une com-

(1) Qu'il s'agisse de belligérants ou de neutres ; qu'il s'agisse de délibérations ou de décisions officielles (prises dans des Conférences internationales, des Conseils de Gouvernement, etc ..), ou d'avertissements et d'attaques de la presse quotidienne (voir l'article bien connu du *Matin* du 1er janvier 1920) ; qu'il s'agisse enfin de suggestions de la part d'économistes — et tout le monde se figure l'être un peu en ce moment — (formulées dans des livres, des articles ou des réunions privées), ou de combinaisons proposées par le monde des affaires (telles que les propositions des différents groupes de banquiers et commerçants américains).

munion intime et continue des idées scientifiques, en vue de résoudre des problèmes qui intéressent l'Humanité entière, il nous a paru opportun de faire connaître à l'étranger, d'une façon plus complète qu'il n'a été fait jusqu'ici, la loi grecque Γ X M B (1), du 19 mars 1910 (2).

(1) Chaque loi promulguée en Grèce avant 1914, porte un numéro d'ordre exprimé en chiffres empruntés à l'alphabet grec. Depuis lors, ce numéro d'ordre consiste en caractères arabes.

Pour plus de brièveté, nous désignons très souvent, dans la suite, la loi grecque du 19 mars 1910 et le système qu'elle a introduit, par loi où système « Γ X M B ».

Il est également à noter que, par suite de difficultés de composition, les accents qui doivent indiquer que les caractères grecs employés représentent des chiffres, n'ont pu être mis.

(2) En fait de publications en langue française dans lesquelles est abordé le même sujet, on peut citer : l'excellente étude de M. le professeur *A. Andréadès*, sur « Les Finances de la Grèce » publiée dans « Le Journal des Economistes » des 15 avril et 15 mai 1915. On y trouve déjà un résumé très complet des dispositions et des effets pratiques de la loi ci-dessus. Depuis, *M. A. Michalacopoulos*, ministre d'Etat de Grèce, dans un interview accordé à l' « Agence Economique et Financière » (supplément du 21 mai 1919) et *M. Th. Lécatsas*, directeur de la comptabilité générale du Royaume, dans une Conférence analysée par ce même organe financier (supplément du 27 mai 1919), n'ont pas manqué d'attirer l'attention du public français sur la législation monétaire de la Grèce, à laquelle cette dernière doit la fixité de son change. Le Bulletin Financier et Economique de l'Agence « Radio » du 14 mai 1919, s'en est également occupé. Enfin, le remarquable ouvrage de *M. Em. J. Tsoudéros*, député au Parlement hellénique, « Le Relèvement Economique de la Grèce » (Berger-Levrault, Paris-Nancy, 1919), s'attache tout particulièrement à la question du change et de la circulation fiduciaire et reproduit *in extenso* un article publié par nous sur la même question dans l' « Economiste Français » du 18 octobre 1919.

Seulement, en présence de la complexité du sujet, les explications forcément restreintes de ces publications ne pouvaient

Cette loi novatrice qui a pu assurer à la Grèce pendant les dix années pleines de crises de son application, une élasticité parfaite et une couverture intégrale de sa circulation, ainsi qu'une fixité constante de son

---

qu'en donner une idée générale, tandis que d'un autre côté, le but poursuivi par elles ne pouvait naturellement pas répondre à la nécessité d'un exposé purement scientifique et suffisamment détaillé, absolument indispensable pour permettre de se former une idée exacte et précise du système grec et de pouvoir ainsi s'en inspirer pour résoudre des situations analogues.

Hâtons-nous d'ajouter que, en général, parmi les écrits en langue étrangère, ceux de *M. Larkworthy* font exception. L'honorable Président du Conseil d'Administration de la Banque Ionienne (cette banque est de nationalité anglaise), s'est efforcé, dans tout ce qu'il a écrit, et dans un esprit élevé, de rehausser les avantages du système grec à un point de vue plus général. Les idées de M. Larkworthy se trouvent exprimées en langue anglaise dans les Rapports annuels du Conseil d'Administration de la Banque Ionienne à l'Assemblée des actionnaires, de ces dernières années, et plus systématiquement dans un memorandum soumis au Gouvernement Hellénique et dans un exposé à l'adresse de la « Commission de la Circulation et des Changes », créée par le Gouvernement anglais.

Ces écrits de M. Larkworthy ont été le point de départ d'une polémique de large envergure sur le système grec, ses avantages et ses inconvénients, dont le journal économique de Londres « The Economist » fut l'interprète, et à laquelle ont pris part, en dehors du directeur du journal, *M. Hartley Withers*, *MM. Raffalovitch*, *Eulambio* et *Larkworthy* lui-même. Dans le courant de ce travail, nous nous arrêterons plus longuement sur cette discussion et nous en apprécierons la portée. C'est pourquoi nous ne citons pas ici les divers écrits de M. Larkworthy et les articles de l' « Economist » auxquels nous venons de faire allusion.

Ce qu'il faut retenir ici c'est que en dépit de toutes ces publications en langues étrangères, on peut dire que le système grec reste encore inconnu au dehors. La raison en est toujours que la Grece n'a pas encore vu publier un ouvrage complet et spécial sur son système Γ X M B, analogue à ceux parus par exemple au

change au pair (1) constitue un système monétaire presque distinct par certains côtés qui, s'il n'est pas dans les circonstances présentes, applicable dans son intégralité, surtout isolément dans un pays ou dans l'autre, renferme cependant en lui des combinaisons et des ressources susceptibles, peut-être, de guider dans une certaine mesure, les différents pays dans la voie où ils doivent s'engager pour régler, d'une manière transitoire, tout au moins, les graves questions dont on vient de parler (2).

D'ailleurs, la présentation au public étranger du sys-

---

sujet de la Caisse de Conversion Argentine, du système monétaire des Indes, etc... C'est précisément cette lacune que nous aspirons à combler.

(1) Nous verrons que le relâchement constaté dernièrement relativement à ces qualités fondamentales du système de cette loi, n'est point dû à une défectuosité ou à une faiblesse particulière de ce système, mais tout simplement au cadre du marché monétaire international dans lequel il est forcé d'évoluer depuis la guerre, et à la façon dont on a pu, ou dû (pour des raisons étrangères au système) l'appliquer pendant ces derniers temps.

(2) Pour ne donner qu'un exemple : l'idée émise dernièrement par le journal « Le Temps » du 8 mars 1920, de la réalisation immédiate des indemnités dues par l'Allemagne en vertu du Traité de Versailles, par l'émission de la part des pays bénéficiaires d'obligations à terme placées à l'étranger et payables au moyen des versements graduels de celle-là, pourrait très bien s'adapter au système grec de la loi Γ Χ Μ Β. Ainsi, l'utilisation de ces obligations comme couverture de la circulation excessive actuelle et le remboursement de cette circulation au moyen de traites tirées sur le produit de la négociation des dites obligations à l'étranger, aurait peut-être permis de résoudre à la fois le problème de l'inflation fiduciaire et celui de la hausse des changes, dans les pays visés et particulièrement en France. L'exposé en quelques lignes d'une question si compliquée, ne dépasse naturellement pas les prétentions d'un simple exemple. Du reste, dans

tème au moyen duquel la Grèce a pu maintenir la fixité de son change, s'imposait encore à un autre point de vue. La particularité que ce système est resté jusqu'ici presque inconnu au dehors, a fait que la stabilité de la drachme, en présence de la baisse de monnaies jouissant d'un prestige infiniment plus grand, a fortement intrigué les économistes, lesquels se sont souvent demandé dans ces derniers temps (1), en des termes parfois assez sévères, quel est le mystère qui enveloppe cette hausse, vraiment inexplicable de prime abord, du change sur Athènes.

Ce travail en dégageant les véritables causes de la bonne allure du change grec, aspire donc également à donner la clef du soi-disant mystère, qui consiste tout simplement en une législation monétaire particulièrement sagace, digne d'attirer l'attention du lecteur et d'être plus largement connue.

Mais ce n'est pas seulement à l'usage du public étranger que la publication d'un ouvrage aussi complet que possible sur le système grec de circulation et de change, nous a paru intéressante. Si le grand public de la Grèce est mieux renseigné que celui de l'étranger sur la solidité de sa circulation fiduciaire ou bien sur les réserves importantes sur lesquelles repose la stabilité de son change, on peut dire qu'il ne lui a cependant jamais été donné l'occasion de lire un travail systéma-

---

le courant de ce livre, nous analyserons plus explicitement certains plans de solution des problèmes actuels de circulation et de change, par des procédés analogues à ceux du système Γ X M B, proposés ou à proposer aux belligérants de la grande guerre.

(1) Plus particulièrement dans la presse parisienne, dont nous citerons quelques articles en lieu utile.

tique et d'ensemble sur le régime particulier qui, depuis dix ans, régit son change et sa circulation fiduciaire (1).

Or, au moment où ces deux questions ont pris une si haute importance dans sa vie économique et sont devenues l'objet d'une plus large discussion, il nous a semblé utile de fournir au public grec (2), un livre clair et précis sur les sujets qui le préoccupent, lequel s'il n'est pas écrit en grec, possède pourtant l'avantage d'être écrit dans une langue très répandue en Grèce et possédant au plus haut degré ces qualités de clarté et de précision.

L'intérêt d'une telle étude apparaît encore davantage si l'on veut bien considérer qu'on parle en ce moment en Grèce de modifier certaines dispositions de la loi du 19 mars 1910. Avant d'entreprendre une réforme aussi délicate qui intéresse profondément l'ensemble du pays, et pour que ce dernier puisse juger cette modification et y collaborer, il est indispensable de bien con-

---

(1) En effet, même en Grèce, les quelques brochures ou articles, parfois très remarquables, qui ont été consacrés jusqu'ici au sujet qui nous intéresse, et que nous indiquons dans la bibliographie, ne s'attardent généralement pas à sa discussion théorique, mais s'appliquent seulement à constater ou expliquer tel ou tel phénomène résultant à un moment donné, du fonctionnement du système Γ X M B, ou bien à faire ressortir à un point de vue de polémique plutôt que scientifique, tel ou tel avantage ou inconvénient du système dont il s'agit.

(2) D'ailleurs, ce qui peut être utile aux personnes s'intéressant aux questions économiques et au monde des affaires de l'ancien Royaume, apparaît comme absolument indispensable aux populations des territoires qui peuvent être appelées à en faire partie, lesquelles doivent connaître les multiples avantages du système de circulation et de change, qui sera dorénavant le leur.

naître le système actuel de circulation et de réglementation du change, de façon à ce que les quelques amendements, d'ailleurs nécessaires, n'en affectent pas les points fondamentaux, sur lesquels reposent la solidité et l'harmonie de l'édifice existant.

Ce dernier but de notre ouvrage, qui nécessitait pour être atteint un exposé de l'ensemble de la législation monétaire de la Grèce, et d'autre part, l'impossibilité d'expliquer un système monétaire sans faire ressortir le cadre économique dans lequel il fonctionne, nous ont amené à traiter, à côté de notre sujet principal qui est l'analyse et le fonctionnement de la loi du 19 mars 1910, toutes les questions qui se rattachent d'un peu près au change et à la circulation fiduciaire (balance des comptes, finances publiques, législation bancaire, etc...), et plus particulièrement à étudier les deux autres catégories d'émissions (celle pour le compte de l'Etat et celle pour le compte des Banques d'émission) qui coexitent en Grèce à côté de celle introduite par la loi ci-dessus.

Ce n'est qu'après une étude aussi étendue qu'on peut être suffisamment documenté pour essayer de scruter l'avenir et d'apercevoir les modifications qu'il y aurait lieu d'apporter à l'ensemble du régime monétaire et au système de réglementation du change de la Grèce.

Ces quelques explications préliminaires suffiront, nous l'espérons, à attirer l'intérêt du lecteur sur le sujet que nous avons entrepris de traiter.

### § 2. — *Aperçu Synthétique.*

Mais en quoi donc consiste cette loi Γ X M B, les particularités de son système et le secret de son succès ?

— Il n'est pas facile de répondre à cette question avec

la brièveté dont nous ne pouvons nous départir dans ces quelques pages d'introduction. Bornons-nous donc à indiquer que cette loi, qui constitue essentiellement un régime de circulation de papier et de stabilisation du change au pair, en subordonnant l'émission des billets pour son compte à l'existence d'une réserve équivalente d'or ou de change à l'étranger et en établissant ainsi une relation étroite entre le montant de la circulation fiduciaire et la situation de la balance des comptes (1), arrive à supprimer complètement les effets des écarts éventuels de cette balance sur les cours du change qui, forcément, se maintient invariablement au pair (2), d'autant plus que, d'un autre côté, cette loi parvient à conserver normalement à la drachme-papier sa valeur intégrale à l'intérieur en faisant dépendre le montant de sa circulation de l'importance de la richesse du pays et de l'activité de son marché (3).

(1) Puisque la Banque Nationale, à laquelle est confiée la gestion de la loi, achète au pair l'excédent des traites sur l'étranger et comble le déficit presque dans les mêmes conditions.

(2) Evidemment, pour commencer à fonctionner, un pareil système présuppose la constitution préalable de réserves de change à l'étranger, couvrant au moins la partie de la circulation existante dépassant manifestement les besoins des échanges, et capables de combler un déficit éventuellement immédiat de la balance économique ; sauf si le montant de la circulation fiduciaire est réduit au strict minimum et la balance des comptes est franchement favorable. Ce fut le cas de la Grèce. Aussi, le système Γ Χ Μ Β n'a-t-il été doté d'aucune somme d'or ou de change à l'étranger. Toutes ces considérations seront largement exposées dans le troisième chapitre de la Première Partie, consacré à l'analyse de la loi de 1910.

(3) Naturellement, l'action de ces forces de redressement inhérentes au système de la loi Γ Χ Μ Β, dépend du fonctionnement normal du marché monétaire international.

Introduite à un moment où la Grèce, qui possédait depuis longtemps une circulation de papier à cours forcé, une balance des comptes régulièrement défavorable et un change continuellement déprécié, voyait sa circulation se resserrer méthodiquement, sa balance économique se redresser et son change regagner le pair (1), elle est parvenue à résoudre ce double problème difficile et, à première vue, contradictoire qui consistait à augmenter la circulation fiduciaire du pays, non seulement sans provoquer une hausse du change, mais en contribuant, au contraire à le maintenir constamment au pair.

Depuis, l'application de cette loi monétaire a pris un développement tel, qu'elle a fait de son système le facteur fondamental de tout mouvement dans la circulation fiduciaire et de toute question relative au change. Grâce à ce système, la Grèce n'a cessé de jouir d'un change maintenu invariablement au pair et d'une circulation fiduciaire remarquablement élastique et couverte dans une proportion exceptionnelle, malgré l'existence du cours forcé. Et cela, en dépit des événe-

---

(1) Sur cette période qui a précédé le vote de la loi de 1910, nous donnons un aperçu historique assez rapide, étant donné que le but de l'ouvrage est tout autre, mais aussi précis que possible (Première Partie, chapitre premier). D'ailleurs les années qu'embrasse la partie historique ont fourni une bibliographie assez nourrie. Nous n'omettons pas, néanmoins, d'exposer aussi bien au point de vue théorique que pratique, comment se posait la question du change en Grèce avant 1910, c'est-à-dire lors de l'existence du cours forcé pur et simple. Car ce ne sera qu'après un tel exposé qu'on pourra se rendre compte des modifications radicales et de l'amélioration manifeste apportés par la loi ΓΧΜΒ (Première Partie, chapitre deuxième).

ments anormaux (1) qui se sont succédés pendant les neuf premières années du fonctionnement de la loi Γ X M B (2).

Si l'on a pu constater pendant ces derniers temps une inflation monétaire à l'intérieur et une baisse des cours de la drachme à l'étranger, cela n'est qu'une conséquence de la perturbation profonde du marché mondial des changes et de l'arrêt du libre fonctionnement des courants monétaires internationaux, ainsi que de la déviation du système grec utilisé par le Gouvernement pour couvrir ses dépenses de guerre (3). Malgré tout, grâce à ce système, ces deux phénomènes sont loin d'avoir pris en Grèce les proportions constatées chez les autres belligérants et ils auraient pu être même presque complètement évités (4).

Le succès indiscutable du système Γ X M B et les services importants qu'il a pu rendre à la Grèce à des moments où tout autre système monétaire aurait fait

---

(1) Tels que les deux guerres balkaniques, le déchaînement de la guerre européenne, la participation de la Grèce à cette guerre aux côtés des Alliés, etc...

(2) L'étude des différentes phases de l'application du système de cette loi et des diverses crises qu'il a dû supporter, à laquelle sera consacrée toute la Deuxième Partie de cet ouvrage, est extrêmement intéressante et édifiante quant aux qualités solides du système.

(3) Et modifié en conséquence.

(4) Surtout la hausse relative des changes étrangers.

Dans la Troisième Partie qui aura trait à la situation actuelle, nous exposerons en détail les causes de ces deux phénomènes et les effets qu'a pu avoir l'attitude du Gouvernement et de la Banque Nationale à leur sujet, ainsi que la politique qui aurait dû ou qui doit être suivie à l'avenir pour faire revenir la drachme au pair et mettre un terme à la circulation abusive actuelle.

faillite, imposent à cette dernière de le conserver jalousement pour l'avenir (1), après l'avoir ramené à son fonctionnement normal et y avoir apporté certaines modifications que l'expérience, et l'utilité d'une unification du régime monétaire du pays, peuvent rendre nécessaires (2). Le maintien de cette législation monétaire est d'autant plus indiqué que la Grèce s'enorgueillit de son originalité (3) qui est un fait, malgré ses nombreuses affinités avec le régime du *Gold-Exchange Standard* (4),

(1) Les arguments en faveur de ce maintien se trouvent exposés dans la Quatrième Partie, chapitre 1er.

(2) Dans le 2e chapitre de la Quatrième Partie, nous suggérons certains amendements qu'il y aurait lieu d'apporter dans le but ci-dessus, au système l'X M B. Puissent ces suggestions être utiles au moment où il s'agira d'entreprendre la réforme monétaire à laquelle on semble penser actuellement.

(3) C'est ce que M. Michalacopoulos a fait ressortir dans son interview déjà cité.

(4) Il importe de définir le sens que nous attribuons au qualificatif « originalité » appliqué au système grec. Nous ne voulons pas entendre par là que la Grèce a innové de toutes pièces un système de circulation et de change, puisque sa loi de 1910 est essentiellement basée sur les mêmes principes que le Gold-Exchange Standard. Ce pays pourtant, ne s'est point appliqué à copier tel ou tel cas d'application de ce dernier régime ; et on ne rencontre nulle part, dans les travaux préparatoires, dans l'exposé des motifs de la loi de 1910, ou bien dans les écrits de son promoteur M. Valaoritis, la mention ou l'influence d'une expérience antérieure de ce genre. La Grèce a voulu établir un mécanisme qui lui soit propre, correspondant à sa situation économique spéciale et visant à résoudre ses problèmes particuliers monétaires et de change. Et si le système introduit par elle s'est trouvé analogue au régime du Gold-Exchange Standard appliqué ailleurs, il n'en est pas moins une variante et un progrès puisqu'il est arrivé à un degré de perfection supérieur, en s'inspirant largement des théories nouvelles et en concentrant et perfectionnant tous les

comme il ressort de la comparaison des principaux cas d'application de ce dernier avec le système Γ X M B (1).

Cette originalité et ce succès du système grec n'ont pas manqué d'attirer l'attention et les éloges de maints économistes et hommes politiques étrangers (2) parmi lesquels, pour n'insister que sur le plus connu, M. L. Luzzati n'a pas cessé de préconiser l'adoption par son propre pays et par le monde entier d'un système analogue à celui adopté en Grèce. Tandis que, dernièrement encore, M. F. Larkworthy, Président du Conseil

---

avantages particuliers inhérents au système de tel ou tel pays à Gold-Exchange Standard. Si le système grec arrive à se compléter par l'adoption des amendements proposés ou d'autres analogues, il atteindra, nous semble-t-il, un degré de perfection difficile à nier ou à dépasser.

(1) Aussi, avons-nous consacré plusieurs pages du 3e chapitre de la Quatrième Partie à la législation comparée. Naturellement, nous ne prétendons pas avoir donné là un exposé complet sur l'histoire, les modalités et le fonctionnement du régime de chaque pays ; ce à quoi nous avons visé, c'est de faire mieux réssortir les affinités et aussi les différences entre ces divers régimes et celui de la loi Γ X M B. Une étude plus complète sur les systèmes étrangers nous éloignerait de notre but qui consiste à faire connaître le système grec sur lequel il n'y a jusqu'ici aucun travail d'ensemble, et elle serait absolument superflue vu l'abondante bibliographie sur les pays à Gold-Exchange Standard, dont nous indiquons d'ailleurs, les principaux ouvrages.

(2) Par exemple : M. le Professeur *Einaudi* et autres. Nous y reviendrons dans le courant de cette étude et citerons la façon élogieuse avec laquelle des hommes tout-à-fait compétents tels que *M. Philouze* (dans un article de l' « Economie Politique et Finances » du 21 mars 1914) et *M. Beaumont*, délégué britannique à la Commission Financière Internationale (dans son rapport sur les Finances de la Grèce), s'expriment à propos de la loi du 19 mars 1910 et de ses résultats. Sans oublier *M. H. Lefèvre Meaulle* (« La Grèce Economique et Financière » 1916, p. 184 et suivantes).

d'Administration de la Banque Ionienne, qui eut à connaître par ses fonctions la loi de 1910, suggérait à l'Angleterre, en des termes éloquents, la réforme de *l'Acte de Peel* de 1844, « actuellement discrédité », et l'adoption du système appliqué en Grèce avec tant de succès (1).

Ces suggestions, visant l'introduction du système grec dans d'autres pays et peut-être aussi son application comme système de circulation et de change universel (2), si elles peuvent être discutables, elles donnent cependant au régime l'X M B une importance qui dépasse les

---

(1) Dans l'exposé soumis il y a un an à la « Commission de la Circulation et des Changes » créée par l'Etat Anglais, et auquel nous avons déjà fait allusion page 3 note 2 :

« Durant la plus grande partie de ma vie de banquier, — dit M. Larkworthy à la page 6 de cet exposé, — j'ai été un défenseur persuadé de l'étalon d'or (Gold Standard), de la théorie du marché libre de l'or, ainsi que de la conception britannique acceptée et pratiquée dans les affaires de banque et les échanges. Cependant, à partir de 1910, quand le Gouvernement grec a introduit une modification dans le système du change grec, j'ai graduellement modifié mes opinions ; ce fut le résultat de mon expérience pratique et de mes études particulières sur le fonctionnement et les effets de cet essai. Les résultats de cette loi (de Dragoumis) m'ont suggéré certains principes et conclusions, lesquels semblent applicables sur un champ dépassant de beaucoup dans son étendue, les simples relations commerciales entre l'Angleterre et la Grèce (ou entre la France et la Grèce, auxquelles vise expressément l'orientation de la loi de Dragoumis). Et je n'ai trouvé d'obstacle ni en théorie ni en pratique, à faire une aussi large application de ce système, soit au commerce britannique en général, soit à l'ensemble du commerce mondial ».

(2) A cette idée, mise en parallèle avec les autres propositions de ce genre que ces derniers temps de désordre monétaire et cambial ont vu naître, sont consacrées les dernières pages du présent ouvrage.

frontières d'un seul pays et en font un facteur intéressant pour l'étude des moyens propres à sortir le monde de l'impasse difficile qu'il traverse actuellement quant aux questions du change et de la circulation.

## § 3. — *Avertissement concernant la disposition du travail et les difficultés du sujet.*

L'exposé qui précède sur le système, le fonctionnement et l'évolution de la loi F X M B, ainsi que sur les sujets qui s'y rattachent, n'est qu'un résumé des questions traitées dans ce livre, et constitue, par conséquent, le plan même qui a été suivi pour sa composition.

Pour la présentation aussi méthodique que possible des matières qui y sont traitées, l'ouvrage a été divisé en quatre parties et chacune d'elles en trois chapitres, puis en sections et paragraphes. Ces divisions correspondent, non seulement à la succession des événements relatés et commentés, mais encore aux différents aspec s du sujet. Il est vrai que tous ces événements et tous ces aspects sont liés entre eux par un enchaînement d'idées directrices et que, par suite, le procédé d'exposition adopté a parfois le défaut d'impliquer la répétition d'un certain nombre de notions fondamentales, dont cependant l'esprit doit demeurer imprégné.

En dehors de cette dernière considération, cette manière de procéder est justifiée par la nécessité de présenter un vaste ensemble de questions complexes par doses fractionnées, de façon à en faciliter la lecture, ce qui correspond, d'ailleurs, à un des principaux buts de ce travail qui aspire à être aussi bien une étude théo-

rique et une défense de procédés nouveaux en matière de circulation et de change, qu'un manuel essentiellement explicatif, permettant au lecteur de limiter ses recherches aux sujets susceptibles de l'intéresser plus spécialement.

C'est aussi en raison de la diversité des buts visés et du public varié auquel cet ouvrage s'adresse, que nous avons eu largement recours aux notes. Ce procédé, tandis qu'il débarrasse le texte de toutes les explications ou renseignements qui ne sont pas absolument indispensables pour la compréhension du sujet principal, fournit néanmoins l'occasion de trouver les renseignements utiles, à ceux qui voudraient l'approfondir, s'éclairer sur les différentes questions qui s'y rattachent (1), ou se documenter sur la bibliographie et la statistique.

Pour la bibliographie, nous avons préféré, en principe, ne citer dans le courant de l'ouvrage, que les écrits se rapportant directement à l'objet traité. Quant aux principales publications d'un caractère plus général, elles se trouvent comprises dans l'index bibliographique annexé.

L'élaboration de cet ouvrage, déjà assez malaisée par la nature même du sujet, s'est encore heurtée à certains obstacles, non seulement à raison de la difficulté de se procurer les documents nécessaires, mais surtout à raison de ce que les événements dont on a essayé de faire l'analyse ou la critique sont essentiellement contemporains, et que les données sur lesquelles nous

(1) Telles que certains axiomes de la science économique, ou controverses des différentes écoles, ou bien certains procédés de la technique financière et bancaire, etc...

basons nos réflexions se modifient de jour en jour. Malgré tout, nous nous sommes efforcé de suivre, d'aussi près que possible, les phénomènes qui ne cessent de se succéder (1).

A ces difficultés d'ordre matériel, il y a lieu d'ajouter celles plus importantes résultant du bouleversement que les événements et l'expérience de la guerre ont apportées dans les théories relatives au change et à la circulation, déjà excessivement complexes, singulièrement imprécises et fortement controversées (2). Cependant, nous n'avons jamais manqué d'exprimer nettement notre manière de voir sur les différentes questions que nous avons eues à traiter. Nous nous sommes toujours efforcé de ne point laisser influencer notre opinion par un parti-pris quelconque, et nous avons emprunté à chaque école ce qui nous a paru correspondre le plus, non pas seulement à un idéal théorique, mais aussi et surtout aux leçons de la pratique et aux nécessités du moment (3). D'ailleurs, nous avons pris soin avant de

(1) Ainsi, quoique nous nous placions dans ce livre en l'année 1919, pendant laquelle il a été écrit, nous n'avons pas omis de commenter la nouvelle politique de liberté relative en matière de change, inaugurée en Grèce les derniers jours de janvier 1920.

(2) En présence de toutes ces difficultés dont notre sujet est hérissé, nous demandons l'indulgence du lecteur en le priant de vouloir bien leur attribuer les quelques lacunes ou imperfections qu'il pourrait rencontrer dans cet ouvrage.

(3) Par exemple, tandis qu'en ce qui concerne les facteurs qui peuvent influencer les cours du change, nous sommes partisans de la théorie classique, conçue cependant dans un esprit purement pratique, tout au contraire, nous considérons comme pouvant être remplie autrement et utilement la fonction de l'or en tant qu'instrument de circulation dans les échanges intérieurs ou en tant que couverture d'une circulation fiduciaire, et peut-être

formuler des conclusions, de relater d'une façon absolument impartiale tous les arguments pour et contre (1).

Peut-être ces conclusions apparaîtront-elles parfois un peu avancées. L'étude suivie d'un système particulier de circulation fiduciaire et de réglementation du change, lequel, quoique en contradiction avec les conceptions traditionnelles, a pu, mis à l'épreuve des faits, obtenir un succès indéniable, en est peut-être la cause. Mais la nécessité impérieuse d'adapter la théorie aux réalités présentes et d'apporter à une situation sans précédent des solutions nouvelles, en est aussi la justification.

Paris, mars 1920.

---

aussi, son action relative au règlement des échanges extérieurs, et, par là, à la stabilité des cours du change.

(1) Non seulement quand il y avait lieu de se former une opinion sur les directives d'un intérêt général, mais aussi quand il s'est agi d'apprécier n'importe quelle mesure touchant un intérêt limité.

PREMIÈRE PARTIE

# L'INTRODUCTION DU SYSTÈME DE LA LOI Γ Χ Μ Β L'ÉTAT DE LA CIRCULATION ET DU CHANGE QU'IL VINT RÈGLEMENTER. ANALYSE THÉORIQUE DU SYSTÈME

---

CHAPITRE PREMIER

## LA CIRCULATION FIDUCIAIRE ET LE CHANGE EN GRÈCE AVANT LA PROMULGATION DE LA LOI Γ Χ Μ Β DU 19 MARS 1910

SECTION I

### Aperçu sur la circulation et le change jusqu'à la fin de 1909.

§ 1. — *Introduction historique.*

Avant d'entreprendre l'étude de la loi du 19 mars 1910 qui, par son article 8, apporta des modifications profondes au système de circulation fiduciaire de la Grèce et à la réglementation automatique de son change, il serait peut-être utile de résumer dans un bref aperçu historique les conditions dans lesquelles se trouvaient la circulation fiduciaire et le change du pays, avant et au moment du vote de la loi dont il s'agit.

Ce n'est qu'à partir de 1842 que le nouveau royaume (1) possède une circulation de billets de banque (2). Ces billets, qui ont été émis par la Banque Nationale de Grèce (3) et qui jouissaient du cours légal, vinrent com-

(1) Libéré du joug turc en 1830, après une lutte terrible et glorieuse pour l'Indépendance (1821-1827).

(2) Le papier-monnaie émis en 1831 par le Gouvernement provisoire de Capodistria et par l'entremise d'une sorte de Banque d'Etat fondée par lui, ne constituant qu'un épisode éphémère de la situation économique et financière précaire de la Grèce pendant les premières années de sa résurrection.

(3) Cette Banque qui n'est pas une Banque d'Etat, mais une Société par actions, a été fondée par les lois des 13 mars et 19 août 1841 et commença ses opérations le 22 janvier 1842. Son capital qui était alors fixé à 5 millions de drachmes, s'élève aujourd'hui à 20 millions divisé en 20.000 actions.

En vertu de la convention du 6 décembre 1914, ratifiée par la loi 656 du 20 février 1915, article 6 : « La Banque Nationale s'engage, dans l'espace de 5 ans, à augmenter son capital social, ainsi que son fonds de réserve ordinaire de façon à ce que l'ensemble du capital social et du fonds de réserve ordinaire et extraordinaire puisse atteindre un total de 50 millions y compris le capital social et le fonds de réserve de la Banque de Crète... » La Banque Nationale s'est déjà conformée à cette stipulation de la loi sans la moindre augmentation de son capital-action et indépendamment du capital et des réserves de la Banque de Crète, puisque d'après le bilan du 31 décembre 1918, son fonds de réserve ordinaire et extraordinaire s'élève à 34.600.000 drachmes.

Son privilège d'émission (sur le maximum et les modalités duquel nous reviendrons plusieurs fois dans la suite), lui a été accordé par la loi du 19 août 1841, pour une durée de 23 ans. Il a, depuis, été renouvelé à plusieurs reprises et en dernier lieu par la loi du 26 mars 1903, approuvant la convention du 28 février de la même année, et fixant au 31 décembre 1930 la date d'expiration du privilège.

Il faut cependant noter que la Banque Nationale n'est pas seulement un institut d'émission et d'escompte, mais aussi de crédit hypothécaire, agricole et mobilier. D'ailleurs, une très

bler non seulement les besoins du crédit, mais aussi les besoins monétaires du pays (1). Pourtant le régime du cours légal n'a pas régi pendant longtemps la circulation fiduciaire de la Grèce, car depuis 1842 le cours forcé a été proclamé quatre fois et a été maintenu pendant des périodes de plus en plus longues.

Il fut décrété pour la première fois le 4 avril 1848 (2) à la suite de la crise économique et politique des principaux Etats de l'Europe, qui eut sa répercussion en Grèce (3). Mais quelques mois plus tard, c'est-à-dire le 19 décembre 1848, les paiements en espèce ont pu être repris (4) et, depuis cette date, la circulation fiduciaire a pu se développer et fonctionner normalement pendant

---

grande partie de son actif a été constamment engagée, dans des avances directes ou indirectes au Trésor. Malgré cette dernière circonstance, qu'il importe d'essayer de corriger sans retard dès que la situation des finances de la Grèce le permettra (nous reviendrons dans la suite sur cette question), la force de la Banque Nationale grandit de jour en jour, et elle jouit en ce moment d'un crédit de tout premier ordre, non seulement en Grèce, mais aussi à l'étranger.

(1) Qui souffrait jusque-là d'une pénurie extrême de numéraire, étant donné que les monnaies d'or et d'argent fabriquées conformément aux dispositions de la loi monétaire du 8 février 1833 (promulguée par le Gouvernement du roi Othon) furent insuffisantes, et émigrèrent pour la plupart à l'étranger chassées par la mauvaise monnaie turque ou autre. qui circulait toujours ou se réfugiait dans le pays.

(2) Les dates que nous donnons dans le présent ouvrage sont celles du calendrier grec.

(3) Limitation des crédits étrangers, diminution des exportations. Il en résulta un exode de monnaie métallique qui mit la Banque dans une situation difficile.

(4) La hausse des changes pendant cette courte période n'a pas dépassé 3 1/2 0/0.

vingt années successives. Jusqu'ici le cours forcé a été imposé pour des raisons indépendantes de l'état intérieur du pays. Par contre, les trois autres périodes du cours forcé, qui se sont succédées depuis 1868, furent le résultat des besoins soudains du Trésor, occasionnés surtout par des préparatifs militaires et d'autres raisons d'ordre politique.

Ce fut l'insurrection de la Crète et les armements helléniques (1) qui furent la cause de la deuxième proclamation du cours forcé par décret royal du 30 décembre 1868 (2). Mais quatorze mois plus tard, le 15 mars 1870, par suite de la sage politique du Gouvernement, le cours forcé a pu être levé (3). La nouvelle période du cours légal dura un peu plus de sept ans.

En effet, en 1877, la guerre russo-turque provoqua une crise nouvelle et des dépenses extraordinaires du Gouvernement, conséquences des soulèvements en Crète, en Thessalie, en Epire et de la mobilisation de l'armée hellénique. Le Gouvernement sollicita de nouveau le concours des banques d'émission (4) et proclama par décret du 17 juin 1877 (5) le cours forcé qui, sauf une

---

(1) Nécessitant de forts paiements à l'étranger.

(2) La Banque Nationale, ainsi que la Banque Ionienne (nous aurons l'occasion de parler plus loin de cette dernière Banque d'émission), ayant accepté de faire des avances en numéraire au Gouvernement, pour éviter l'émission de papier-monnaie que celui-ci avait décidée.

(3) La prime du numéraire pendant cette période a été inférieure à 6 0/0.

(4) La Banque Nationale lui avança 7 millions en or et 7 en billets de banque, et la Banque Ionienne 3 millions en or et 3 en billets de banque. Ces avances s'élevèrent plus tard à 89 millions dont 35 en numéraire et 54 en billets.

(5) Sanctionné par la loi XAB du 27 juin 1877.

petite interruption en 1885, n'a pas cessé depuis d'être en vigueur. Cette courte période intermédiaire de cours légal à laquelle nous venons de faire allusion, a été le résultat des efforts constants et manifestement prématurés des Gouvernements de l'époque, pour rétablir au plus tôt les paiements en espèces (1). Cet événement eut lieu le 1er janvier 1885, grâce à un emprunt extérieur de 170 millions (2) qui a permis au Gouvernement de rembourser les avances des deux banques d'émission (3).

Mais les conséquences de cette mesure prématurée et dangereuse (4) ne tardèrent pas à se manifester. Dès le

(1) L'exemple récent de l'Italie qui, sur l'initiative de son ministre des Finances Magliani et par une série de mesures prises entre 1881 et 1883, a aboli le cours forcé, a certainement renforcé de beaucoup le courant d'opinion en faveur de l'abolition du cours forcé.

(2) Qui avait suivi de près deux autres emprunts extérieurs, l'un de 60 millions en 1879 et l'autre de 120 millions en 1880.

(3) Grâce aux emprunts extérieurs ci-dessus, qui mirent des sommes considérables à la disposition de la Grèce à l'étranger, la hausse des changes n'a pas dépassé, pendant cette troisième période de cours forcé, 18 0/0.

(4) En effet : 1° l'équilibre budgétaire était toujours loin d'être assuré au moyen des recettes ordinaires ; 2° le service de la Dette Publique extérieure, sensiblement augmentée pendant ces dernières années, devait fatalement entraîner une élévation du change ; 3° l'inflation monétaire provoquée par les émissions de billets de banque pour le compte du Gouvernement et par les emprunts extérieurs, avait entraîné une spéculation exagérée qui ne pouvait que conduire à une crise ; 4° Les Pays de l'Union Latine, après avoir décidé en 1878, la suspension de la frappe des écus d'argent (à la suite de la baisse de ce métal), se mirent à cette époque à défendre et à augmenter leur stock métallique en or. Il était à prévoir que dans cette lutte, les pays économiquement faibles, devaient être fatalement handicapés ; 5° La hausse très

mois de février les cours des changes dépassaient le *gold point* de sortie (1).

Le rétablissement du cours forcé devenait déjà inévitable, lorsque les complications politiques et les difficultés financières qui suivirent, quelques mois après, provoquées par l'annexion de la Roumélie Orientale par la Bulgarie, décidèrent le Gouvernement à recourir une fois de plus, à la suspension de la remboursabilité des billets (2). Aussi, le 20 septembre 1885, le cours forcé a-t-il été imposé pour la dernière fois (3) et, depuis ce

---

modérée du change était tout à fait factice et passagère, n'étant due qu'aux emprunts extérieurs de l'Etat.

La Banque Nationale avait alors protesté énergiquement contre une pareille mesure, soit directement auprès du Gouvernement, soit indirectement auprès de l'opinion publique (par une série d'articles publiés par son sous-gouverneur M. Kéhayas, dans le journal « Aion »). Mais ce fut en vain.

(1) Aussi la Banque a-t-elle perdu, dans l'espace de quelques mois, la moitié de son encaisse métallique (y compris ses disponibilités à l'étranger), laquelle de 47 millions tomba à 23.

(2) Cette mesure a dû être prise aussi quelques années plus tard par l'Italie, dont l'exemple a contribué à entraîner la Grèce au rétablissement du cours légal. Il est même assez piquant de constater la ressemblance des circonstances qui ont obligé les deux pays à revenir au cours forcé : situation financière précaire, emprunts extérieurs, hausse des changes, spéculation, crise intérieure, etc... Pour étudier plus spécialement la situation de la circulation fiduciaire en Italie pendant cette période, voir entre autres : *C. Supino*, « Storia della circolazione Bancaria in Italia, dal 1860, al 1894 » (Torino 1895), *M. Sachs*, « L'Italie économique » (Paris, 1895), *M. Finali*, « Il Prestito per l'abolizione del corso forzoso » (Nuova Antologis du 1er août 1881), *M. L. Luzzati*, « I doveri del governo et della nazione dopo l'abolizione del corso forzoso » (Nuova Antologia du 16 avril 1883), etc....

(3) Par trois décrets-lois successifs dont le premier (en date du

jour, la circulation de papier n'a pas cessé de fonctionner sous le régime du cours forcé (1).

§ 2. — *La circulation de billets pour le compte de l'Etat.*

En vertu des actes de cette dernière date et d'autres lois ultérieures (2), la Banque Nationale de Grèce a émis pour le compte de l'Etat à qui elle en a fait l'avance (3),

---

20 septembre 1885) visait les billets de la Banque Nationale, le deuxième (en date du 21 septembre 1885) ceux de la Banque Ionienne, et le troisième (en date du 23 septembre 1885) ceux de la Banque d'Epiro-Thessalie. Ces décrets-lois ont été ratifiés par les lois Α Σ Ο Γ, Α Σ Ο Δ, Α Σ Ο Ε, du 4 novembre 1885.

(1) Pour des renseignements plus complets sur l'évolution de la circulation fiduciaire de la Grèce et sur les raisons qui ont provoqué les accidents monétaires que nous venons de signaler, consulter la très intéressante étude de *M. Jean Valaoritis*, Gouverneur de la Banque Nationale de Grèce, sur la « Question du cours forcé et du Change en Grece », publiée en deux fascicules en 1902 et 1903 (1er fascicule, p. 3-8) ; l'ouvrage bien connu de *M. Raphaël-Georges Lévy*, « Banques d'Emission et Trésors Publics » (1912), p. 198 à 217. Notons aussi, parmi les ouvrages en langue grecque : *M. Valaoritis*, « Histoire de la Banque Nationale de Grèce, 1842-1902 » Tome I (Athènes 1902) ; *G. Katsélidès*, « La Monnaie » (Athènes, 1902) ; *J. Simandiras*, « La question du Cours forcé » (Athènes, 1905).

(2) Ces lois qu'il serait inutile de citer une à une, étaient au nombre de 10 jusqu'à 1898, c'est-à-dire jusqu'au jour où la loi du Contrôle, dont on va parler, a arrêté leur renouvellement.

(3) D'après les termes des décrets sus-mentionnés ces prêts sont des « avances en compte-courant avec le Trésor », mais, de fait, elles constituent une dette de l'Etat en billets à cours forcé émis pour son compte. Le montant de ces billets avait été fixé par les décrets-lois ci-dessus à 12 millions de drachmes pour la Banque Nationale, à 2 millions de drachmes pour la Banque Ionienne et à un million de drachmes pour la Banque d'Epiro-Thessalie.

une quantité de billets (1) qui, après avoir dépassé 71 millions de drachmes (2), est actuellement diminuée tous les ans de 2 millions en vertu de l'article 30 de la loi sur le Contrôle International, du 26 février 1898 (3). D'après les termes de cet article, sur lesquels nous aurons souvent l'occasion de revenir dans la suite :

« La Dette en billets de Banque à cours forcé s'élevant « à 74 millions de drachmes, ainsi que la dette en « coupures d'une et de deux drachmes, garantie par

---

Mais les lois auxquelles nous faisons allusion dans la note précédente ont vite augmenté ces sommes.

(1) Le taux de l'intérêt pour cet emprunt en billets de banque a été fixé à 1 0/0. Mais en vertu de l'art. 2, § a) de la Convention du 6 décembre 1914 ratifiée par la loi 656, la dette de l'Etat en billets de banque a cours forcé ne porte plus d'intérêt.

(2) Auxquels il faut encore ajouter 2 millions environ de drachmes en billets de la Banque Ionienne, qui circulaient à la même époque pour le compte de l'Etat.

(3) Cette loi a été le résultat des travaux de la Commission Internationale qui siégea à Athènes en cette même année, et qui fut chargée de la réorganisation des finances helléniques. Cette Commission (qui était composée des délégués de l'Allemagne, de l'Angleterre, de l'Autriche, de la France, de l'Italie et de la Russie) a naturellement compris que son œuvre serait incomplète si elle ne procédait pas à l'assainissement du régime fiduciaire qui pesait lourdement sur le pays depuis plusieurs années.

Pour des renseignements plus complets sur les circonstances qui amenèrent le vote de cette loi, qui introduisit un contrôle international sur les finances de la Grèce, voir entre autres : 1° Livre Jaune Français de 1898, sur l'arrangement financier avec la Grèce ; 2° *N. Politis*, « Le Contrôle International sur les Finances Helléniques et ses premiers résultats » (Paris 1902) ; 3° *M. Kebedgy*, « Les difficultés financières de la Grèce et l'intervention des Etats étrangers » (Revue Générale de Droit International. t. I) ; 4° *E. Tsoudéros*, « Le Relèvement Economique de la Grèce » (Paris 1919) ;

« les banques d'émission s'élevant à 20 millions de « drachmes (1), seront amorties à partir de l'année 1900 « au moyen de versements annuels dont le minimum « est fixé à 2 millions de drachmes.

« Cet amortissement pourra cesser avec l'assentiment « de la Commission Internationale, quand la dette en « billets de banque aura été réduite à 40 millions de « drachmes.

« Aucun nouvel emprunt avec cours forcé ne pourra « être conclu par le Gouvernement sans l'assentiment « de la Commission Internationale, quand la dette en « billets de banque aura été réduite à 40 millions de « drachmes.

« Aucune autre émission de monnaie fiduciaire ne « pourra être ordonnée ou autorisée par le Gouverne- « ment, en dehors de celles qui auront lieu pour les « besoins du commerce, dans les limites fixées ou à « fixer par les statuts des banques d'émission présentes « et à venir ».

Grâce au premier alinéa de cet article, la circulation de billets de la Banque Nationale pour le compte de l'Etat, à la fin de 1909, était inférieure à 62 millions de drachmes (61.778.575 drachmes) (2).

---

(1) Nous parlerons plus loin de cette catégorie spéciale de circulation à cours forcé, qui a d'ailleurs été supprimée depuis 1910.

(2) Si nous ne nous occupons pas spécialement de la dette de l'Etat en billets de banque à cours forcé, envers les Banques Ionienne et d'Epiro-Thessalie, c'est que d'une part, cette dernière banque fut absorbée quatre années à peine après la proclamation du cours forcé, par la Banque Nationale, et que, d'autre part, l'Etat avait complètement remboursé, en 1901, à la Banque Ionienne, sa dette en billets de banque. Aussi, à la fin de 1909, date qui nous intéresse principalement ici, il n'y avait en circulation pour le compte de l'Etat que des billets de la Banque Nationale. Voir le tableau de la circulation totale de la Grèce au 31 décembre des dix premières année de ce siècle, à la fin du 2e chapitre.

Il importe de noter ici qu'en dehors des avances en billets de banque à cours forcé, l'Etat a emprunté au moment de la proclamation du cours forcé (1), la presque totalité de l'encaisse métallique des trois banques d'émission, qui servait de couverture à leurs billets (2). Aussi, il leur accorda en contre-partie, le cours forcé pour les billets circulant pour leur propre compte. Mais en exécution de l'article 10 de la loi du Contrôle déjà citée (3), cette dette flottante en or de l'Etat, a été remboursée aux banques en 1898 au moyen d'obligations de l'emprunt extérieur en or, contracté cette année-là par l'Etat (4). Ces obligations se trouvent depuis déposées par les Banques à l'étranger (5) et sont destinées à

---

(1) En vertu de ces mêmes décrets-lois, indiqués à la page 24, note 3, et ratifiés par les lois du 4 novembre 1885.

(2) A savoir 12 millions pour la Banque Nationale, 2 millions pour la Banque Ionienne, et 800.000 francs pour la Banque d'Epiro-Thessalie. D'autres emprunts provisoires en or, contractés postérieurement auprès des Banques d'émission, avaient augmenté jusqu'à 1897 la dette flottante en or de l'Etat à 31.375.093 frs. 35.

(3) Voici le texte de cet article : « Le Gouvernement hellénique réalisera au moyen d'un emprunt de 55 millions de francs effectifs en or, les sommes nécessaires :... 2° pour rembourser ou convertir la dette flottante en or s'élevant à 31.375.093 frs. 35 ».

(4) Il s'agit de l'emprunt de 150 millions de francs à 2 1/2 0/0 dit d'indemnité et de liquidation, émis au taux de 104 0/0 et garanti par les trois Grandes Puissances.

(5) C'est-à-dire à la Bank of England. Ces obligations ne peuvent être aliénées par les Banques qu'avec l'assentiment de la Commission Financière Internationale. Il faut noter cependant que cette limitation du pouvoir des banques ne vise que les obligations ayant servi au remboursement des avances en or à l'Etat consenties au moment de la proclamation du cours forcé. La valeur de ces obligations s'élève à 13.998.400 francs pour la Banque

être aliénées à l'époque où la reconstitution de leur réserve métallique deviendra nécessaire (1).

Passons maintenant aux autres catégories de billets en circulation.

### § 3. — *La circulation de billets pour le compte des Banques d'émission.*

Indépendamment des émissions de billets pour le compte de l'Etat, la Banque Nationale a le droit d'émettre pour son propre compte 60 millions de drachmes de billets (2), augmentés de 5.096.380 drs.

---

Nationale (cette dernière ayant englobé la Banque d'Epiro-Thessalie) et à £ 76.900 pour la Banque Ionienne. Les autres obligations ayant servi au remboursement des emprunts provisoires postérieurs en or consentis à l'Etat par les Banques, pouvaient être aliénées librement par ces dernières.

(1) Quoique l'Etat ait ainsi rendu aux Banques d'émission leur encaisse métallique, le cours forcé des billets circulant pour leur propre compte subsiste toujours. Cela est dû au fait que, d'après l'article 5 de la Convention passée entre l'Etat et la Banque Nationale, le 19 septembre 1885 et ratifiée par le décret Royal du 20 septembre 1885 sur la proclamation du cours forcé, ainsi que par la loi relative à Α Σ Ο Γ du 4 novembre 1885 : « La suspension du remboursement et le cours forcé des billets de banque, en vertu de la disposition de l'article 3 de la présente Convention, vont durer jusqu'à ce que le Gouvernement rembourse complètement la Banque Nationale de l'emprunt consenti par elle en vertu de la présente Convention ». Cet article reste toujours en vigueur.

(2) Ce maximum d'émission a été fixé par la loi Α Σ Ο Γ du 4 novembre 1885, déjà citée, dans le but de restreindre la circulation pour le compte de la banque pendant la durée du cours forcé et, par conséquent, d'éloigner, autant que possible, le danger d'une inflation monétaire. En effet, ce maximum était inférieur de 10 millions de drachmes à la circulation effective des

depuis l'absorption de la Banque d'Epiro-Thessalie (1). La circulation effective pour le compte de la Banque Nationale s'élevait à la fin de 1909, à 64.052.524 drachmes (2).

Il faut cependant ajouter à cette dernière somme les billets de la Banque Ionienne (3) dont la circulation pour son propre compte (4), est fixée à un maximum

---

billets de la Banque Nationale, en vertu de ses statuts, au commencement de 1885.

(1) Cette Banque a été fondée au moment de l'annexion à la Grèce, en 1882, de l'Epire et de la Thessalie, et le droit d'émission lui a été conféré pour ces deux Provinces. Mais en vertu de la loi du 15 juillet 1899, cette Banque a été absorbée par la Banque Nationale. Ces deux Etablissements ont passé, à cet effet, une Convention en date du 30 novembre 1899, approuvée par le décret royal du 22 décembre de cette même année.

(2) Le maximum d'émission de la Banque Nationale a été augmenté depuis, comme nous le verrons dans la suite, de 80 nouveaux millions de drachmes, en vertu de la loi du 20 février 1915 sur l'extension des privilèges de la Banque Nationale dans les nouveaux territoires délivrés par la Grèce à la suite des deux guerres balkaniques. Voir le tableau de la circulation à la fin du 2[e] chapitre.

(3) On pourrait se demander comment cette Banque, qui est une société anglaise à responsabilité limitée, fondée à Londres en 1849, possède le droit d'émission en Grèce. Cette particularité s'explique par le fait que son privilège lui a été accordé par le Gouvernement des Iles Ioniennes, au moment où ces îles étaient placées sous la protection de la Grande Bretagne, et lui fut maintenu par le Traité de Londres de 1864 qui céda les sept Iles à la Grèce. Cette Banque a toujours son siège à Londres et elle est naturellement tenue d'observer toutes les lois bancaires, non seulement de la Grèce, mais encore du Royaume-Uni. Aussi son bilan est-il établi en monnaie anglaise.

(4) A partir de 1901, il n'y a plus, comme nous venons de le voir, de billets de la Banque Ionienne (excepté les coupures de 1 et 2 drachmes, dont on parlera plus loin) circulant pour le compte de l'Etat.

de 7 millions et dont la circulation effective se chiffrait à cette même date à 6.201.146 drachmes (1).

Le privilège d'émission de cette dernière banque expire le 24 avril 1920 et passera à la Banque Nationale de Grèce, conformément à la convention du 28 février 1902, ratifiée par la loi Β Ω Ξ du 16 mars de la même année (2).

Il ne serait pas inutile de noter ici qu'à partir de 1912, il a été ajouté, comme nous le verrons plus tard, une troisième banque d'émission, la Banque de Crète. Conformément à la Convention du 6 décembre 1914, ratifiée par la loi 656, du 20 février 1915, le privilège de cette dernière banque passera à la Banque Nationale (si la fusion de ces deux banques n'a pas lieu plus tôt) le 30 septembre 1929.

Mais comme cette fusion doit être considérée, au moment où nous écrivons, comme un fait accompli (3), on peut dire qu'à partir de l'année prochaine (4), la Banque Nationale de Grèce sera investie du monopole d'émission.

Ses billets continueront naturellement à circuler sous le régime du cours forcé. Il importe cependant d'indiquer ici les règles dans lesquelles le droit d'émission de cette banque était enfermé jusqu'à 1885 (5), et qui entre-

---

(1) Voir le tableau mentionné page 30, note 2.

(2) Il importe de noter qu'en vertu de la loi Α Τ Μ Β du 21 décembre 1885, les billets de toutes les banques d'émission (en ce moment la Banque d'Epiro-Thessalie existait encore) doivent être acceptés, pendant la durée du cours forcé, comme monnaie légale sur toute l'étendue du Royaume.

(3) Nous aurons l'occasion d'indiquer plus loin, quelles sont les principales conditions dans lesquelles cette fusion eut lieu.

(4) C'est-à-dire à partir du 24 avril 1920.

(5) Ces règles ont été établies par la loi ΨΙ du 16 décembre

ront de nouveau en vigueur (1) lorsque le cours forcé aura été aboli : 1° L'encaisse métallique de la Banque, dans laquelle seront compris les dépôts à l'étranger, devra représenter le 1/3 de la circulation et des dépôts à vue ; 2° l'écart entre la circulation et l'encaisse ne devra pas dépasser l'ensemble du capital et des réserves ; 3° le total de la circulation et des dépôts ne devra pas dépasser le double du capital et des réserves, déduction faite de l'encaisse métallique ; 4° le total du passif, après déduction des sommes empruntées pour les opérations de crédit foncier et celles couvertes par l'encaisse métallique, sera représenté pour une moitié au moins, par des effets de commerce (2), obligations ou Bons du Trésor à échéance maximum de trois mois, pour le reste par des fonds d'Etat helléniques, émis depuis 1862.

### § 4. — *La circulation des petites coupures de 1 et 2 drachmes.*

En dehors de ces deux catégories de billets, billets pour le compte de l'Etat et billets pour le compte des Banques, il y avait jusqu'à 1910, une troisième catégorie de billets en circulation : celle des petites coupures de 1 et 2 drachmes, émises pour le compte de l'Etat et garanties par les Banques d'émission (3). Elles avaient pour

---

1861 (article 4) et par la loi ΦΕ' du 30 novembre 1874 (article 9).

(1) Si elles ne sont pas modifiées, comme il est probable, par des lois ultérieures.

(2) Portant la signature d'au moins un commerçant ou banquier.

(3) Si nous parlons de cette troisième catégorie de billets

but de remplacer dans les échanges quotidiens, les monnaies divisionnaires d'argent qui avaient complètement disparu du marché et émigré à l'étranger avec la monnaie d'or et les pièces d'argent de 5 francs (1). La circulation effective des petites coupures en question s'élevait à la fin de 1909, à 12 millions de drachmes environ (2).

---

quoiqu'il s'agisse de monnaie divisionnaire, ce n'est pas seulement dans le but d'être complet dans notre exposé sur la situation de la circulation fiduciaire de la Grèce, avant 1910, mais aussi parce que ces petites coupures, dans un pays à richesse limitée, comme la Grèce, doivent être considérées comme faisant partie du stock monétaire, d'autant plus que leur montant a dépassé de beaucoup en Grèce les besoins des petits échanges quotidiens, que ces billets avaient pour but de faciliter.

(1) Ce fut la conséquence inévitable de la dépréciation de la drachme-papier, qui suivit la proclamation du cours forcé, et de la hausse relative du change. Il serait superflu d'y insister davantage. Nous nous bornerons seulement à noter que la fuite de la monnaie de billon a été possible par le fait qu'elle avait cours dans les pays de l'Union Latine. En effet, ces monnaies devaient être acceptées jusqu'à concurrence de 100 francs par paiement, dans les caisses du Gouvernement des autres pays faisant partie de l'Union Latine; clause qui amena les particuliers à accepter, eux aussi, ces monnaies divisionnaires, et qui a déterminé l'émigration des monnaies divisionnaires d'argent grecques vers les autres pays de l'Union Latine et surtout vers la France.

(2) Comme nous l'avons déjà vu plus haut, le montant de ces petites coupures s'élevait, en 1898, d'après l'article 30 de la loi du Contrôle (voir p. 26), à 20 millions de drachmes. Cette diminution de 8 millions de drachmes s'est effectuée au courant des années 1900-1909, en exécution de la clause d'amortissement obligatoire, de 2 millions par an, de la dette de l'Etat en billets de banque, contenue dans l'article en question, et qui devait être mise en application à partir de 1900.

C'est la raison pour laquelle la circulation à cours forcé pour le compte de l'Etat, qui s'élevait, comme nous l'avons vu, à 74 millions de drachmes en 1898 (72 millions en billets de la

Or en vertu d'une Convention signée à Paris le 22-4 novembre 1908, entre la Grèce et les autres pays de l'Union Latine (1) et ratifiée par la loi Γ Τ Λ Β du 16 mars 1909, les Gouvernements des pays ci-dessus se sont engagés à retirer de la circulation, sur leurs territoires respectifs, les pièces d'argent grecques de 2 frs. 1 fr. 0,50 centimes et 0,20 centimes, et les remettre au Gouvernement hellénique, lequel s'engageait, de son côté, à les nationaliser (2) et à retirer de la circulation la totalité des billets d'une et deux drachmes qu'il a émis (3).

---

Banque Nationale et 2 millions en billets de la Banque Ionienne) n'a été diminuée que de 12 millions jusqu'à 1909, à savoir : 10 pour la Banque Nationale (dont la circulation de billets pour le compte de l'Etat s'élevait à cette date à 62 millions de drachmes, voir p. 27) et 2 pour la Banque Ionienne (qui n'avait plus en 1909, de billets en circulation pour le compte de l'Etat, voir p. 27, note 2). Ainsi, la diminution de la dette de l'Etat en billets de banque à cours forcé, qui devait s'élever, en exécution de l'article 30 de la loi du Contrôle, à 20 millions de drachmes, pendant la période décennale 1900-1909, a été effectuée par le retrait de 12 millions de drachmes de grosses coupures et de 8 millions de petites.

(1) La Grèce a adhéré à l'Union Latine par la déclaration du 26-8 octobre 1867 (loi Σ Δ du 10 avril de cette année). Mais ce système monétaire n'est entré en vigueur que le 1er novembre 1882. Avant cette date, la Grèce possédait un système monétaire bi-métalliste, peu différent de celui de l'Union Latine. La parité de la nouvelle drachme avec l'ancienne a été fixée à 89/100, c'est-à-dire qu'une drachme ancienne valait 89 lepta (centimes) de la nouvelle drachme (franc).

(2) C'est-à-dire que ces pièces ne devaient avoir cours qu'à l'intérieur du Royaume.

(3) La Grèce a suivi en cela, l'exemple de l'Italie, dont le Ministre des Finances, *M. Luzzati*, a pris l'initiative d'une Conference entre les pays composant l'Union Latine, qui a abouti à l'arrangement du 15 novembre 1893 et au protocole additionnel

Mais pour arriver à ce résultat, il fallait d'abord rembourser les Gouvernements de l'Union Latine de la contre-valeur de la monnaie divisionnaire grecque qu'ils s'engageaient à céder. Et le rachat de cette monnaie ne pouvait avoir lieu qu'en la payant en or et à sa valeur nominale. A cet effet, le Gouvernement hellénique a ouvert un compte spécial auprès de la Banque Nationale de Grèce, au crédit duquel furent portés, par une application ingénieuse de l'art. 30 de la loi du 26 février 1898, déjà cité (1), pendant une période de six ans, les 2 millions de drachmes représentant l'amortissement annuel de la dette sur cours forcé (2), amortissement qui serait effectué pendant les six années en question, par le retrait des 12 millions de petites coupures en circulation (3).

---

du 15 mars 1898, par lesquels l'Italie nationalisa ses monnaies divisionnaires d'argent.

(1) Voir page 26.

(2) En d'autres termes, la Banque Nationale au lieu de détruire comme d'habitude, les 2 millions de billets remis à elle annuellement par le Gouvernement, devait les porter pendant six ans au crédit du compte spécial et, par conséquent, elle pouvait les remettre en circulation. C'est pour cette raison que la circulation de billets de la Banque Nationale pour le compte de l'État, resta invariablement à 61.778.575 drachmes, de 1908 à 1913.

Au débit de ce compte spécial, devaient être portées les sommes que la Banque Nationale s'engageait à verser à l'étranger pour le compte du Gouvernement pour le rachat ou la fabrication des 12 millions de pièces divisionnaires d'argent. Cette dette envers les pays de l'Union Latine devait être remboursée en cinq annuités au taux d'intérêt de 3 1/2 0/0. Cet intérêt était naturellement à la charge du Gouvernement, qui bénéficiait d'ailleurs, par suite de l'arrangement en question, des sommes qu'il payait jusqu'ici aux banques d'émission à titre d'intérêt, pour l'avance des petites coupures de 1 et 2 drachmes.

(3) *M. C. Anghelopoulos*, dans une série d'articles parus dans

L'ouverture de ce compte a permis la substitution rapide (1), aux petites coupures en question, d'une circulation de monnaie divisionnaire d'argent (2).

---

le journal grec « Athinai », du mois d'octobre 1917, sur la réforme monétaire dont il s'agit, désapprouve cet arrangement et avance plusieurs arguments d'une réfutation facile, parmi lesquels le suivant qui peut paraître, de prime abord, un peu plus fondé : Etant donné que les pièces d'argent de une et deux drachmes qui ont remplacé dans la circulation les 12 millions de petites coupures retirées, ont une valeur intrinsèque de 40 centimes seulement, la dette de l'Etat en monnaie à cours forcé, au lieu de diminuer pendant la période de 6 ans 1908-1913, de 12 millions, n'a diminué, en réalité que de 40 0/0 de cette somme. Cet argument est basé sur une erreur manifeste. M. Anghelopoulos oublie trop facilement, que les petites pièces d'argent dont il s'agit ne sont que de la monnaie d'appoint au sujet de laquelle, non seulement les règles généralement adoptées par l'Economie Politique, mais aussi les principes de l'Union Latine, permettent à chaque Etat, de lui fixer une valeur intrinsèque inférieure à sa valeur légale. Il est, par conséquent, inadmissible d'assimiler les 60/100 de la valeur légale de ces pièces, qui constituent leur valeur purement nominale, à la dette de l'Etat en billets de banque à cours forcé.

(1) En vertu de la loi Γ X M A, du 19 mars 1910, sur le remplacement des coupures de une et deux drachmes par des pièces en argent, et sur la limitation et le remplacement des pièces en cuivre et la refonte de celles en nickel.

(2) Le montant de cette nouvelle circulation a été porté à 14 millions dont 2 millions destinés au remplacement de la monnaie de bronze d'après l'art. 8 de la loi ci-dessus. Cette unification de la monnaie de billon (jusqu'ici il y avait en circulation deux sortes de ces monnaies, l'une en cuivre et l'autre en nickel) devait compléter la réforme monétaire dont nous venons de parler.

Le total des pièces d'argent retirées de la circulation des pays de l'Union Latine, conformément à la convention ci-dessus, ne s'est effectivement élevé qu'à 6.286.059 francs dont une somme de 4.548.034 a été remise directement au Gouvernement Hellénique, tandis que le reste des pièces retirées soit

Cet arrangement constitue la première étape de la politique poursuivie avec tant de zèle et d'habileté par le Gouverneur de la Banque Nationale, *M. Jean Valaoritis*, pour la réhabilitation de la circulation de la Grèce. Après avoir obtenu cette amélioration du système monétaire du pays (1), M. Valaoritis se tourna vers la cir-

---

1.738.235 francs, étant donné leur usure, a été d'abord refondu à l'Hôtel des Monnaies de Paris. La différence jusqu'à concurrence des 14 millions ci-dessus, a été comblée par la fabrication à Paris de nouvelles pièces d'argent.

Toute cette opération a coûté au Gouvernement 10.294.692,50 drs. soit :

| | |
|---|---|
| Capital et intérêts aux pays de l'Union Latine . . | 7.040.695,07 |
| Frais de fabrication des nouvelles pièces . . . . | 3.229.920,83 |
| Transport de ces pièces . . . . . . . . . . . | 18.382,85 |
| Différence de change. . . . . . . . . . . . . | 1.085,50 |
| Frais divers . . . . . . . . . . . . . . . . | 4 608,25 |
| Drachmes . . . . . . . . . | 10.294.692,50 |

C'est cette somme qui a été portée au débit du compte spécial dont il est parlé plus haut. Le solde créditeur de ce compte (12.000.000 — 10.294.692,50) constitue un bénéfice net du Gouvernement, qui a été employé conformément à l'article 9 de la loi Γ X M A ci-dessus, pour couvrir les frais de refonte et de fabrication des pièces de nickel, prévues par les articles 7 et 8 de cette loi.

Constatons à cette occasion, qu'il n'y a pas actuellement en Grèce un Hôtel des Monnaies. La longue durée du cours forcé, ainsi que l'existence jusqu'ici d'une monnaie divisionnaire de papier, expliquent ce fait.

(1) Il y aurait beaucoup à dire sur la question de savoir si cette réforme monétaire n'aurait pas dû aller encore plus loin, en obtenant aussi le rapatriement des écus de 5 francs qui se chiffrent, d'ailleurs, à une somme tout-à-fait insignifiante, et se trouvent, presque en totalité, dans les caisses de la Banque de France. La réalisation de ce projet aurait pu permettre à la Grèce, soit d'employer ces écus pour la fabrication de monnaies divisionnaires, soit de les mettre en circulation en leur enlevant leur caractère de monnaie légale. Une pareille politique devrait forcé-

culation fiduciaire et créa le système qui a été incorporé dans la loi du 19 mars 1910, et dont l'analyse constitue l'objet principal de la présente étude.

En somme, grâce à l'arrangement dont nous venons de tracer les lignes principales (1), on peut dire qu'au moment de la promulgation de la loi Γ Χ Μ Β du 19 mars 1910, il ne restait en circulation, ou presque, que les grosses coupures de billets, celles pour le compte de l'Etat et celles pour le compte des deux banques d'émission (2). C'est à ces deux catégories de billets que vinrent

---

ment être combinée avec la sortie de la Grèce de l'Union Latine, pour adopter le système monométalliste or. Il y aurait une étude fort intéressante à faire sur la question de l'étalon monétaire qui conviendrait à la Grèce, sur ses rapports avec l'Union Latine et sur les avantages et les inconvénients de son maintien. Seulement étant donné le but tout à-fait spécial de la présente étude, le fait que la question, dans les circonstances actuelles où règne le papier-monnaie, a perdu beaucoup de son acuité, et enfin notre opinion personnelle qui consiste en ce que le relèvement monétaire de la Grèce ne doit pas, en principe, être recherché dans le retour d'une circulation métallique, quelle que soit sa nature, il ne nous a pas semblé opportun et nécessaire d'aborder ici l'examen de cette question. Nous nous bornons seulement à signaler que vu l'obtention de la parité du change depuis 1910, la réalisation du projet dont il s'agit ici serait beaucoup plus avantageuse à partir de cette dernière date, qu'en 1908.

(1) Comme le fait remarquer le rapport de la Banque Nationale pour l'année 1910, grâce à cet arrangement a pu disparaître : « ...ce papier-monnaie auquel ont recours les Etats en cas de nécessité absolue et inévitable, et qui fut dans le passé le prélude des anomalies monétaires du pays et des malheurs financiers de l'Etat. Cette mesure s'imposait d'autant plus que nous étions restés les seuls, parmi les Etats du monde, à conserver en circulation cette monnaie réprouvée. »

(2) Il est vrai que l'opération du retrait définitif des petites coupures de une et deux drachmes, et leur remplacement par les pièces d'argent, n'avait été complètement effectuée qu'en 1911.

s'ajouter, à partir de 1910, les billets émis par la Banque Nationale de Grèce, pour le compte de la loi ci-dessus.

### § 5. — *La situation du Change.*

Mais pour pouvoir bien comprendre le but et apprécier les résultats obtenus par la loi du 19 mars 1910, il est nécessaire de rappeler la situation du change grec pendant les années qui précédèrent le vote cette loi (1).

Le régime du cours forcé n'a pas manqué de produire en Grèce, comme ailleurs, ses conséquences fâcheuses : hausse des prix (2), fluctuations excessives et fréquentes

---

Mais si nous avons anticipé un peu sur les faits (chose qui ne peut influencer en rien nos réflexions ultérieures), c'est que nous avons voulu en avoir fini dès maintenant avec l'étude de cette réforme monétaire, avant d'entreprendre celle de la réforme de la circulation fiduciaire, qui fait l'objet principal de ce travail. Mais, de fait, ces deux réformes se sont effectuées presque simultanément, c'est-à-dire au courant de 1910, par le jeu de lois Γ Χ Μ Α et Γ Χ Μ Β, votées le même jour.

(1) Pour avoir une idée complète de la question du change telle qu'elle se posait à cette époque en Grèce, voir la remarquable étude de *M. Edmond Théry*, « La Grèce actuelle au point de vue économique et financier » (Paris, 1905), pages 165 et suivantes ; ainsi que les ouvrages précités, p. 25, note 1.

(2) Les renseignements dont on dispose au sujet de la hausse des prix sous le régime du cours forcé, sont très incomplets, étant donné qu'il n'y a pas de statistique officielle. *MM. Valaoritis* et *Simandiras*, consacrent quelques pages de leurs ouvrages précités (page 25, note 1), à la question. Des renseignements qu'ils ont pu recueillir, il ressort un renchérissement certain et assez accentué sur les articles d'importation et même sur les produits d'exportation. Les prix des marchandises du commerce intérieur, n'ont haussé que dans une mesure beaucoup plus restreinte. Quant aux salaires (il n'y a pas eu de mouvement et de législation ouvriers en Grèce, jusqu'à ces dernières années) et aux loyers, on peut dire que la baisse de la valeur de la monnaie lé-

du change (1), spéculation effrénée (2), etc... En ce qui concerne particulièrement le change, depuis le

gale, n'a eu qu'une répercussion très éloignée et tout-à-fait incertaine sur leur montant. La lenteur et l'inégalité constatées, en ce qui concerne les effets de la baisse de la valeur de la drachme sur les différentes catégories des prix, constituent des phénomènes qui ont été constatés presque partout, pendant les premières années de l'introduction du cours forcé, et qui s'expliquent scientifiquement. Sur l'explication théorique de ces phénomènes, nous reviendrons dans la suite. Pour le moment, contentons-nous de noter que, malgré les phénomènes de transition auxquels nous venons de faire allusion, on peut dire que, d'une manière générale, il y a eu en Grèce, entre les années 1885 et 1895 et même 1895 et 1901, (quoique le change commençait à être moins élevé), une hausse certaine et assez considérable dans le coût de la vie. Voir *J. Valaoritis*, *op. cit.*, 1er fascicule, pages 39-40 et *J. Simandiras*, *op. cit.*, pages 81 85 ; ainsi que les tableaux donnés par ce dernier dans les pages 169, 174 et 187-193.

(1) Comme on pourra le constater dans le tableau des cours du change, que nous donnons plus loin, l'amplitude des oscillations du change a pris, en certaines années, des proportions vraiment surprenantes. C'est ainsi qu'en 1893, entre le plus bas cours (1,37) et le plus haut (1,86) il n'y a pas moins de 49 points d'écart.

Ces énormes fluctuations du change grec, surtout vers la fin du XIXe siècle, doivent être attribuées : *a*) pour une grande partie à la spéculation, qui, profitant des conditions passagères du marché des changes, arrivait à produire des oscillations tant à la hausse qu'à la baisse, qui dépassaient celles qui auraient résulté du simple jeu de la loi de l'offre et de la demande ; *b*) mais aussi au fait que, sur un marché aussi limité que celui de la Grèce à cette époque, les écarts provisoires entre l'offre et la demande de change étaient souvent tellement accentués qu'on ne pouvait demander au marché la somme la plus insignifiante de change, sans provoquer une hausse de plusieurs points.

(2) Dans son article remarquable sur la question du change en Grèce, publié dans la « Riforma Sociale » (1915), *M. L. Géorgiadès*, Directeur de la Banque Nationale de Grèce et depuis longtemps chef de la Section du Change de la Banque, démontre l'influence exercée par la spéculation sur les fluctuations du change. Il cite

rétablissement du cours forcé en 1885, les cours du change ne cessèrent pas de hausser à cause de l'accroissement disproportionné de la circulation fiduciaire qui s'ensuivit et d'une balance des comptes difficile à équilibrer (1) dans un pays jeune et, par conséquent, pauvre et emprunteur de l'étranger, ayant encore besoin de

comme exemple le rôle de la spéculation sur le change au moment de l'exportation du raisin sec : « Ce produit, dit-il, a l'inconvénient d'être de valeur trop variable et de faciliter les spéculations sur le change. En effet, celui-ci s'offrait surtout au moment de l'exportation des raisins et autres produits pendant les mois d'août et septembre, tandis qu'il était demandé jusqu'à la fin du mois de novembre pour l'importation des céréales et autres articles du commerce d'importation, qui était supérieur à celui de l'exportation. Faute de régulateur, il y avait des écarts considérables entre le mois d'août et le reste de l'année, 20 à 30 0/0, avec des fluctuations du cours importantes et subites. Le commerce n'avait aucune base pour le réglement des prix. Cette situation anormale ouvrait à deux battants la porte à la spéculation sur le change, ou plutôt à l'agiotage. Le commerce de l'importation, désirant à tout prix se couvrir pendant l'époque de l'offre du change, payait des reports énormes sur les achats à terme qu'il effectuait pour le paiement des marchandises à importer dans le courant, quelquefois, de l'année entière ».

(1) Cela était principalement dû : d'une part, au déséquilibre de la balance du commerce qui marquait annuellement un excédent d'importation de 37.657.936 francs en moyenne; et, d'autre part, au service et à l'amortissement de la dette extérieure qui s'élevaient, chaque année, à 34.799.484 francs. Dans ces conditions, la Grèce ne pouvait arriver à l'équilibre de la balance des comptes qu'au moyen de nouveaux emprunts à l'étranger, du Gouvernement ou des particuliers (actions ou obligations de nouvelles sociétés souscrites à l'étranger, etc...) De sorte que, si momentanément la Grèce ne pouvait plus trouver de prêteurs, sa balance des comptes devenait brusquement défavorable. Il s'ensuivait une hausse énorme du change, laquelle ne pouvait être compensée par une multiplication des objets d'exportation,

mettre en valeur ses richesses naturelles et de développer ses industries (1). C'est ainsi que le cours du change sur Paris, après avoir atteint un maximum de 1,90 au mois de janvier 1895, s'élevait encore, au début du siècle, à 1,65 (2).

Le change ayant l'air de se stabiliser aux environs de ce dernier cours, il a été soutenu à cette époque que la Grèce devrait le fixer officiellement à ce taux. Et que cette stabilisation du change devrait être combinée avec la négociation d'un emprunt extérieur en or, dont le produit servirait au remboursement de la drachme-

---

ni par des titres étrangers, ni par d'autres services, ni même par des exportations d'or.

(1) Il ne nous a pas paru nécessaire d'entreprendre ici l'examen théorique de la question relative aux effets du cours forcé et de la hausse des changes sur l'étranger qui peut en résulter, sur les différentes branches de l'Economie Nationale. Le caractère purement historique du présent chapitre, le fait que la question dont il s'agit a perdu, depuis 1910, tout son intérêt pour la Grèce (au moins jusqu'à ces derniers temps), enfin la facilité avec laquelle on peut se renseigner sur la question en recourant à n'importe quel ouvrage sur le change, ou même à n'importe quel manuel d'Economie Politique, nous ont semblé autant de raisons qui nous dispensaient de faire un exposé théorique du sujet. Quant aux renseignements que l'étude de l'histoire économique de la Grèce aurait pu fournir relativement aux effets dont il est question, renseignements d'ailleurs insuffisants et quelquefois contradictoires, voir *J. Simandiras, op. cit.*, pages 86-101.

(2) Par suite de cette situation extrêmement défavorable du change, les capitaux étrangers fuyaient le pays et, tandis qu'ils contribuaient ainsi à sa baisse encore plus marquée, ils rendaient, d'autre part, plus difficile la réalisation de l'équilibre budgétaire, au moyen d'emprunts extérieurs, circonstance qui obligeait le ministre des Finances de recourir à de nouvelles émissions de billets à cours forcé, lesquelles précipitaient à leur tour encore davantage le change vers la baisse.

papier, (1) non pas au pair, mais pour sa valeur réelle, c'est-à-dire celle résultant du taux du change fixé comme ci-dessus. Quant au régime du cours forcé, pour les uns il devrait être encore maintenu et, dans ce cas, on se contenterait du resserrement rapide de la circulation de papier tout en évitant une baisse du change trop prononcée et une utilisation insuffisante de l'emprunt ; pour les autres, il devrait être aboli et, dans ce cas, on devrait changer l'unité monétaire de façon à ce que la nouvelle pièce de 20 drachmes ne contienne qu'une valeur en or de 12 frs 1/2 (2).

(1) Du moins jusqu'à concurrence des billets circulant pour le compte de l'Etat.

(2) Ce dernier projet a été mis en avant et fut énergiquement soutenu par *M. G. Katsélidès*, dans son ouvrage déjà cité p. 25, note 1 (p. 335-340), ainsi que dans une série d'articles parus à cette époque dans la revue d'Athenes : « La Grèce Economique ». Le principal argument de M. Katsélidès était le suivant : Pour qu'on puisse dire que l'équilibre de la balance des comptes de la Grèce est rétabli d'une façon normale, il ne faut pas attendre que les cours de la drachme atteignent le pair du franc, mais il suffit que cette dernière monnaie soit cotée pendant quelques années invariablement aux environs de 160, par exemple. Dans ce dernier cas, on peut sans danger rétablir la remboursabilité en or des billets au taux de 5 louis d'or = 160 drachmes-papier = 8 pièces d'or de 20 drachmes.

La remarque de M. Katsélidès est juste. Seulement, pourquoi malgré l'équilibre de la balance des comptes, le change resterait-il à 160 ? — Par suite de la dépréciation de la drachme. Et pourquoi la drachme est-elle dépréciée ? — Parce que le montant de la circulation de cette monnaie dépassait les besoins du pays. Mais dans ce cas, pourquoi se hâter de prendre une mesure pleine d'inconvénients (nous les indiquerons dans la note suivante) et ne pas commencer à suivre la voie droite qui consisterait à diminuer progressivement la quantité totale de monnaie fiduciaire en circulation, jusqu'à ce que sa valeur revienne au pair. Ce n'est qu'à ce moment seulement qu'on aurait pu songer à

Mais le Gouvernement, ainsi que la Banque Nationale, ont refusé de tenter des expériences si dangereuses (1),

---

revenir à la remboursabilité des billets, si les autres conditions économiques du pays étaient également favorables.

(1) Le point de vue de la Banque ainsi que les inconvénients que des mesures de ce genre auraient pu entraîner, se trouvent exposés dans l'étude de *M. J. Valaoritis*, sur la « Question du Cours forcé et du Change en Grèce » (2e fascicule, p. 10-11 et 18-20). Ses arguments sont les suivants : *a*) tant que la Grèce fait partie de l'Union Latine, une pareille mesure serait illégale ; *b*) elle serait aussi inique dans un pays où la hausse exagérée du change n'était constatée que depuis quelques années seulement : *c*) elle entraînerait une nouvelle augmentation de la dette extérieure, laquelle constituait déjà un fardeau difficilement supportable pour le pays.

Il est vrai qu'on pourrait, à la rigueur, passer outre à ce dernier inconvénient, s'il n'y avait pas les deux premiers. Mais, dira-t-on, ces deux premiers inconvénients seraient évités si on maintenait le cours forcé et si la mesure se bornait à la fixation d'un taux déterminé de 150, par exemple, auquel seulement on céderait l'or fourni par l'emprunt, contre une partie ou même la totalité des billets en circulation pour le compte de l'Etat.

A notre avis, une pareille mesure aurait pu avoir, tout au contraire, des conséquences beaucoup plus fâcheuses que la précédente. Car, si dans le projet de *M. Katsélidès*, on trouve surtout des inconvénients d'ordre moral ou légal, le deuxième projet comporterait des inconvénients très importants d'ordre purement économique. En effet ; 1° Si ce projet pouvait amener par la réalisation d'un emprunt extérieur onéreux la diminution du stock des billets en circulation, il n'excluait point le retour d'un déficit de la balance des paiements, chose qui entraînerait fatalement, avec l'engloutissement de l'or procuré par l'emprunt, une nouvelle aggravation de la situation monétaire et une nouvelle hausse des changes; 2° ce déséquilibre éventuel de la balance des comptes serait d'autant plus probable que la fixation arbitraire du change à un taux déterminé, détruirait le seul succédané (fluctuations du change) qui remplace dans les pays à cours forcé, la fonction de l'importation et de l'exportation de numéraire pour le maintien de l'équilibre monétaire et économique ; 3° enfin, dans le

qui péchaient par un désir trop hâtif d'imiter ce qui avait été fait à l'étranger (1) et par une esti-

cas où ce déséquilibre serait en faveur de la Grèce, tandis qu'il empêcherait la réalisation du principal but du projet, à savoir, le retrait d'une partie des billets en circulation, il entraînerait fatalement la baisse sur le marché des cours du change, à un taux inférieur à celui fixé officiellement. Et alors : « comment ferons-nous pour progresser vers le pair ? Y aurait-il une nouvelle détermination du taux du change ? » (Valaoritis). Mais alors, quel serait le but pratique du projet ?

Tous ces arguments nous semblent décisifs. Si nous ne nous sommes pas attardé à les expliquer plus longuement, c'est que nous aurons l'occasion plus loin, dans un autre ordre d'idées, de revenir sur les phénomènes économiques que nous n'avons fait qu'indiquer ici.

(1) Comme le fait remarquer *M. Valaoritis*, si l'Autriche-Hongrie et la Russie ont suivi un système analogue à celui proposé par *M. Katsilidès*, pour régulariser leur valuta, c'est que : « Ces pays avaient deux raisons capitales pour agir de la sorte : *a*) Leur système monétaire était basé sur l'étalon d'argent et, par conséquent, ils avaient le droit d'échanger les billets en circulation contre de la monnaie d'argent ; or, à la suite de la baisse formidable du métal argent, cette monnaie fiduciaire aurait subi par cet échange, une diminution de valeur (comparativement à l'or) bien supérieure à celle qui résultait du cours des changes. On régularisa, par conséquent, la valuta, en prenant pour base une moyenne du change et l'on adopta un nouveau système monétaire basé sur l'étalon d'or. *b*) Dans ces deux pays, le cours forcé et la dépréciation de la monnaie duraient depuis plus d'un siècle et, par conséquent, on ne faisait que régulariser une situation qui depuis une très longue période, était l'état normal de leur circulation et qui avait servi de base à toutes les obligations, à tous les contrats existants, en même temps que tous les prix s'étaient depuis longtemps équilibrés d'après la valeur courante de la monnaie de papier ».

Quant aux promoteurs du projet qui se contenteraient de la fixation du change à un taux déterminé, sans que cela soit combiné avec une modification du système monétaire, il est évident qu'ils ne pouvaient tirer aucun argument de ce qui a été fait dans les deux pays dont il s'agit.

mation pas assez approfondie de la situation (1).

La suite des événements n'a pas tardé à justifier la manière de voir du Gouvernement et de la Banque (2).

En effet, à partir de 1902, grâce à des causes multiples, que nous aurons l'occasion d'expliquer plus loin, le change commença à manifester une tendance vers la baisse. Cette baisse, à partir de 1904, s'accentua de plus en plus (3), toujours pour les mêmes raisons, et

---

(1) Car en somme, ces projets ne pouvaient être basés que sur l'une des deux convictions suivantes, qui sont également erronées : soit qu'on peut fixer arbitrairement le change d'une monnaie dépréciée, idée que personne jusqu'ici n'a songé à soutenir, soit que le change grec serait resté fatalement dans l'avenir, par suite des circonstances économiques du pays, aux environs de 150, conviction que les événements (pour ne citer qu'un argument décisif), ont démontré comme absolument fausse.

(2) Leur point de vue était aussi partagé par *M. J. Simandiras*, dans son livre déjà cité (p. 109-119). Par contre, *M. Ed. Théry*, dans son remarquable ouvrage sur « La Grèce actuelle au point de vue Economique et Financier », publié en 1905, revenait à la charge et conseillait de nouveau à la Grèce de stabiliser son change à 125 (c'était à peu près le cours du moment), tout en combinant cette mesure avec la modification de l'unité monétaire hellénique qui ne devrait plus valoir que 0 fr. 80 d'or. D'ailleurs, l'éminent économiste s'empressait d'ajouter que son système « ne pourrait stabiliser le change grec que dans le sens de la baisse » (une nouvelle hausse n'était d'ailleurs plus probable). Mais ce dernier fait aurait, d'après lui, l'énorme avantage « d'introduire des monnaies d'or dans la circulation hellénique et de préparer graduellement la Grèce à la reprise des paiements en espèces métalliques sans intervention pécuniaire du Trésor ou de la Banque Nationale ».

Cependant la Grèce a préféré laisser son change revenir normalement au pair ; et c'est alors qu'elle a introduit un système de réglementation de change beaucoup plus original, dont l'étude constitue l'objet principal du présent ouvrage.

(3) Ce progrès ne s'est même pas arrêté en 1907, au moment

aboutit le 29 décembre 1910 (1), au retour du change au pair (2). Le mouvement dont il s'agit apparaît plus clairement dans le tableau suivant, qui comprend les cours du change depuis 1876, année qui précède celle de l'introduction du cours forcé en 1877 (3), jusqu'à la loi de 1910.

---

de la crise économique mondiale qui bouleversa les changes de tous les pays. En Grèce, au contraire, le change a à peine atteint 1,13 pour revenir aussitôt à 1,08.

(1) En même temps, les variations brusques des cours du change sous l'influence de la spéculation, devinrent moins fréquentes et moins accentuées. Parmi les raisons qui amenèrent ce changement, nous nous contenterons de noter : d'une part, la réglementation de la production et de l'exportation du raisin sec par la fondation d'une « Société privilégiée pour favoriser la production et le commerce du raisin sec », qui contribua à la stabilité des prix et à la régularité des exportations de ce produit ; et d'autre part, l'intervention énergique de la Banque Nationale dans les questions du change. En effet, en vertu d'un décret royal du 9 mars 1897 : « La Banque Nationale est autorisée à entrer en relations d'affaires avec des correspondants à l'étranger, et à acheter et vendre du change sur l'étranger ». Grâce à l'adjonction de cette dernière disposition aux statuts de la Banque Nationale, celle-ci a été chargée par la Commission Financière Internationale (conformément à la loi de 1898) de l'achat du change nécessaire pour l'acquittement des coupons de la dette nationale payables à l'étranger. Cette tâche ainsi que le développement croissant des échanges entre la Grèce et l'étranger, amenèrent la Banque, vers 1905, à se livrer à des opérations de change sur une très grande échelle. Elle arriva ainsi, peu à peu, à avoir le contrôle du marché monétaire. Ce fut en quelque sorte l'origine et le prélude de la loi du 19 mars 1910.

(2) Malgré la révolution politique de cette année-là.

(3) On peut dire que c'est à partir de cette date (réserve faite de la courte période de cours légal en 1885), que la circulation fiduciaire de la Grèce n'a pas cessé de fonctionner sous le régime du cours forcé.

*Cours du Change*

(Moyenne annuelle, minimum, maximum et écart entre ces deux limites, du Change à vue sur Paris).

| Année | Cours du Change | | | Ecart entre le maximum et le minimum |
|---|---|---|---|---|
| | Moyenne | Minimum | Maximum | |
| 1876 | 103,20 | 100,90 | 107,14 | 6,24 |
| 1877 | 102,97 | 101,34 | 107,14 | 5,80 |
| 1878 | 110,71 | 107,59 | 113,84 | 6,25 |
| 1879 | 104,76 | 101,78 | 108,93 | 7,15 |
| 1880 | 102,54 | 100,89 | 108,03 | 7,14 |
| 1881 | 104,76 | 101,78 | 109,82 | 8,04 |
| 1882 | 109,71 | 107,95 | 112,33 | 4,38 |
| 1883 | 114,06 | 108 | 119 | 11 |
| 1884 | 104,75 | 103 | 108,50 | 5,50 |
| 1885 | 105,80 | 101 | 125 | 24 |
| 1886 | 123,25 | 116 | 132,50 | 16,50 |
| 1887 | 126,33 | 118,50 | 131 | 12,50 |
| 1888 | 127,33 | 123,75 | 130,25 | 6,50 |
| 1889 | 123 | 119,25 | 126 | 6,75 |
| 1890 | 123,50 | 120,75 | 127 | 6,25 |
| 1891 | 129,83 | 125,25 | 136,75 | 11,50 |
| 1892 | 143,[illegible]3 | 136 | 157,37 | 21,37 |
| 1893 | 160,77 | 137,50 | 186,50 | 49 |
| 1894 | 174,92 | 167,75 | 189,50 | 21,75 |
| 1895 | 180,21 | 174 | 190,25 | 16,25 |
| 1896 | 173,89 | 166,50 | 178,75 | 12,25 |
| 1897 | 167,57 | 150 | 179 | 29 |
| 1898 | 147,41 | 140 | 156,50 | 16,50 |
| 1899 | 156,50 | 149 | 168,50 | 19,50 |
| 1900 | 164,39 | 150,50 | 169,75 | 19,25 |
| 1901 | 165,80 | 157 | 172 | 15 |
| 1902 | 162,50 | 157,50 | 167,50 | 10 |
| 1903 | 156,50 | 140.50 | 163,25 | 22.75 |
| 1904 | 137,82 | 129,50 | 149,00 | 19,50 |
| 1905 | 123,12 | 114,75 | 132,75 | 18 |
| 1906 | 110,00 | 106,75 | 116,75 | 10 |
| 1907 | 108,65 | 107,00 | 113,25 | 6,25 |
| 1908 | 108,12 | 103,75 | 113,00 | 9,25 |
| 1909 | 103,00 | 100,00 | 106,50 | 6,50 (1) |

(1) On voit dans ce tableau que, même dans les périodes de cours légal, les cours du change en Grèce étaient assez souvent, sensiblement au-dessus du pair. Ainsi, en 1876, à la veille du troisième rétablissement du cours forcé, le Change avait atteint 107,14, et en 1885, pendant la courte période de cours légal, il s'est constamment maintenu au-dessus du pair. Cette situation anormale était due à ce que tout l'or disponible avait déjà fui le pays pour combler le déficit de la balance des comptes, de sorte que les effets du *gold point* ne se produisaient plus en Grèce. Aussi, la réserve métallique des banques d'émission, jusqu'au commencement du siècle actuel, a presque toujours été insignifiante.

SECTION II

## Les circonstances dans lesquelles la loi Γ X M B du 19 mars 1910 a été votée.

### § 1. — *La situation du marché grec au point de vue de la circulation et du change au début de 1910.*

Les quelques explications qui précèdent suffiront, peut-être, à donner une idée de la situation dans laquelle se trouvait la Grèce à la fin de 1909, au point de vue de sa circulation fiduciaire et de son change. Elle peut être résumée en quelques mots : circulation fiduciaire réduite à 132 millions de drachmes (1), change revenu au pair.

Cependant, cette situation n'était pas aussi satisfaisante qu'on aurait pu le croire à première vue, car elle comportait plusieurs désavantages de nature à engendrer de graves inquiétudes pour le plus proche avenir et nécessitait un remède énergique et immédiat.

Et tout d'abord, la très importante diminution de la circulation fiduciaire n'était pas sans provoquer certains inconvénients. En effet, à cette époque, à cause de l'accroissement continu du mouvement des affaires dans l'intérieur du pays (2) et des progrès considérables

(1) Ne sont pas compris dans cette somme les 12 millions de petites coupures qui n'allaient pas tarder à être complètement retirées de la circulation, voir page 38, note 2.

(1) Vu l'amélioration indiscutable de la situation économique de la Grèce et le développement rapide de sa richesse nationale. Le tableau suivant, emprunté à l'ouvrage de *M. Raphaël-Georges Lévy* (*op. cit.*, page 212), résume très bien cet accroissement de l'activité économique du pays pendant la période dé-

de la population (1), commencèrent à se manifester les

---

cennale qui commence à la fin du siècle dernier et qui finit à l'époque qui nous intéresse en ce moment :

| | Recettes des Chemins de fer | Dépôts dans les banques | Dépôts dans les caisses d'épargne | Mouvement de caisse des banques | Recettes de l'Etat |
|---|---|---|---|---|---|
| | En millions de Drachmes | | | | |
| 1899 . . . . | 9 | 84 | 3 | 2178 | 111 |
| 1908 . . . . | 13 | 252 | 23 | 5193 | 123 |
| Augmentat. % | 49 | 200 | 664 | 139 | 10 |

(1) Qui passa de 2.433.806 en 1896, à 2.631.952 en 1907, malgré une certaine diminution du territoire dans l'intervalle, par suite de la guerre malheureuse de 1897. Mais le tableau ci-dessus (comprenant les chiffres des époques caractéristiques) servira à éclairer plus complètement la question :

| Années | Population | Moyenne de la circulation annuelle | Proportion par tête d'habitant |
|---|---|---|---|
| | Milliers d'habitants | Millions de drachmes | Drachmes |
| 1876 cours légal . . . . | 1.580 | 37 | 23 |
| 1878 cours forcé . . . . | 1.630 | 59 | 36 |
| 1883 » . . . . | 2.053 | 104 | 50 |
| 1885 cours légal et rétablissement du cours forcé . . . . . | 2.091 | 69 | 33 |
| 1888 cours forcé . . . . | 2.149 | 108 | 50 |
| 1892 » . . . . | 2.257 | 138 | 61 |
| 1893 » . . . . | 2.292 | 127 | 55 |
| 1895 » . . . . | 2.363 | 124 | 52 |
| 1898 » . . . . | 2.469 | 139 | 57 |
| 1901 » . . . . | 2.574 | 146 | 56 |
| 1907 » . . . . | 2.631 | 137 | 52 |
| 1909 » . . . . | 2.700 | 133 | 49 |

indices d'une crise monétaire (1) qui aurait pu aller en s'aggravant par suite de l'insuffisance manifeste des moyens de paiement (2), surtout ceux destinés aux échanges quotidiens (3). Cette insuffisance se faisait surtout sentir vers la fin de l'été et en automne, époque de la récolte et de la vente des produits, et elle engendrait

---

Au sujet de l'augmentation de la population en Grèce, voir l'étude toute récente de *M. A. Andréadès*, « Les Progrès Economiques de la Grèce depuis 40 ans », dans le « Journal des Economistes » des 15 janvier et 15 février 1919.

(1) La Banque Nationale tâchait en vain d'accoutumer le pays aux nouveaux modes de paiement : par chèques, comptes courants, etc.

(2) Il importe de noter que la circulation fiduciaire était en réalité, inférieure à 133,5 millions de drachmes, étant donné qu'une partie plus ou moins grande de billets de la Banque Nationale se trouvait dans les caisses de la Banque Ionienne et *vice versa*. Il est évident que chacune de ces deux banques n'avait qu'à mettre en circulation les billets en caisse de l'autre banque, pour retirer un montant égal de ses propres billets.

En dehors de cette circulation de papier, qui devait d'ailleurs aller en diminuant de 2 millions tous les ans, la circulation totale du pays ne comprenait que 14 millions de drachmes de monnaie divisionnaire en argent de 1 et 2 drachmes, ainsi qu'une certaine quantité de monnaie de billon (aluminium, nickel) qui ne devait pas dépasser, d'après la loi Γ X M A du 19 mars 1910, un maximum de 13 drachmes par tête d'habitant. Le fait que nous anticipons ici sur le remplacement des petites coupures par des pièces d'argent (voir page 58, note 2), ne modifie en rien nos réflexions sur la pénurie d'instruments de circulation à la fin de 1909, puisque le montant des monnaies divisionnaires, reste toujours le même.

(3) Aussi est-on arrivé à couper les billets de banque de 10 drachmes en deux morceaux, pour satisfaire à la demande de petites coupures de 5 drachmes. Ces coupures faisaient même, jusqu'à 1910, une prime qui est quelquefois arrivée à dépasser de 1 1/2 0/0 celle de l'or.

par là un réel danger pour le développement et la circulation de la richesse nationale (1).

D'autre part, les limites de plus en plus restreintes (2) dans lesquelles se trouvait enfermé le droit d'émission des billets (3) et le fait que la circulation effective atteignait presque constamment ses limites maxima, par suite des besoins du marché en instruments de paiement, enlevaient toute élasticité à la circulation de la Grèce. La situation était très difficile. Car s'il était de toute urgence de venir en aide au commerce (4) par une augmentation de la circulation fiduciaire, il ne fallait pas que cette augmentation puisse provoquer d'une part, une nouvelle hausse des changes et, d'autre part, venir à l'encontre de l'article 30 de la loi du contrôle de 1898 (5).

---

(1) La Banque Nationale faisait tout son possible pour remédier par les moyens en son pouvoir, à cet état de choses, qui aurait pu déclencher une crise aiguë sur le marché. Elle continuait donc sans interruption à escompter les effets de commerce et à prêter sur nantissement de marchandises, pour soutenir le commerce et l'industrie, en leur fournissant les instruments de circulation dont ils avaient besoin. Elle arrivait même jusqu'à effectuer une partie de ces opérations en prélevant des sommes sur son encaisse métallique.

(2) Puisque la circulation pour le compte de l'Etat devait diminuer de 2 millions tous les ans.

(3) Par les conventions passées entre l'Etat et les Banques d'émission et par les lois y relatives, promulguées au moment de la dernière proclamation du cours forcé, ainsi que par la loi du Contrôle de 1898 (art. 30). Voir p. 24, note 3 et p. 26-27.

(4) Les conséquences fâcheuses de cette crise monétaire commençaient déjà à se manifester; aussi, le taux de l'intérêt commença à s'élever d'une manière inquiétante.

(5) Quoique « il y avait déjà beaucoup d'accompli, par les progrès du pays, par l'accroissement de la confiance due à la réduction de la circulation et par l'amélioration de la position des porteurs étrangers, grâce à l'accroissement des revenus,

Ensuite, le fait du retour du change au pair n'était pas aussi rassurant qu'on aurait pu le penser, car il n'excluait pas du tout les fluctuations constantes et assez accentuées autour du pair, dont avait souffert la Grèce jusqu'ici (1). En effet, celle-ci restant toujours sous le régime du cours forcé (2), cette situation, qui se prêtait au jeu de la spéculation (3), était de nature à maintenir l'allure désordonnée des changes malgré la hausse jusqu'au pair de la valeur de la drachme-papier.

---

pour qu'une proposition raisonnable puisse être acceptée », par la Commission Financière Internationale. Voir : « Ionian Bank Ltd. Annual General Meeting, 22 may 1917, Speech of *M. F. Larkworthy*, Charman », p. 45.

(1) Surtout au point de vue du commerce international. Ces oscillations du change, quoique resserrées dans des limites beaucoup plus étroites depuis 1905 (voir p. 47, note 1), n'en n'étaient pas moins importantes à l'époque dont nous parlons ici, puisqu'en 1908, l'écart entre le cours le plus haut et le cours le plus bas du change sur Paris, a été de 9,25 sur 100 francs, et en 1909 de 6,50.

(2) Nous réservons pour le chapitre suivant l'étude de la question relative à l'influence que ce fait peut avoir sur les variations des cours du change.

(3) Au sujet de l'influence de la spéculation sur les cours du change, nous avons déjà reproduit une partie de l'intéressant article de *M. Géorgiadès* (voir page 40, note 2). Voici comment s'exprime à ce sujet *M. Larkworthy* : « Il y avait un marché spécial à Athènes, voué à la spéculation sur le change, laquelle n'était pas autre chose qu'un pari sur les fluctuations futures des cours. Il rentrait dans les affaires des banques de spéculer sur le papier réel et de prévoir les mouvements du change ; tandis que le spéculateur jouait sur du papier figuré, qui n'existait pas et qu'il ne voulait pas posséder ; il ne cherchait qu'à s'assurer une marge de profit sur ce papier. Et le spéculateur avait beaucoup plus souvent raison dans ses prévisions, car il était en mesure de manœuvrer le marché suivant ses propres intérêts ». Voir Ionian Bank Ltd, *op. cit.*, page 48-49.

D'ailleurs, on ne pouvait pas savoir si cette hausse n'irait pas jusqu'à assurer à la drachme-papier une prime sur l'or, chose qui, combinée avec la baisse périodique et plus ou moins accentuée des changes étrangers au-dessous du pair, dont on vient de parler, aurait pu entraîner de très graves perturbations sur le marché (1) et dans la balance des comptes de la Grèce (2).

Il était donc absolument nécessaire d'assurer la fixité du change au pair, tout en maintenant, du moins théoriquement, l'irremboursabilité en or des billets, étant donné qu'il n'était pas permis de songer à un retour brusque au cours légal, mesure qui nécessite une longue préparation et une extrême prudence (3).

### § 2. — *Le vote de l'Article 8* § a), *de la loi* Γ X M B *du 19 mars 1910.*

C'est dans ces circonstances et dans le but de résoudre ces difficiles problèmes, que la loi, Γ X M B du 19 mars 1910, a été votée.

---

(1) Et aussi des pertes comme, par exemple, pour le commerce d'exportation.

(2) Pour ne donner qu'un seul exemple, il est certain que la baisse du dollar au-dessous du pair sur le marché d'Athènes, aurait provoqué une importante diminution et peut-être même un arrêt complet des remises des émigrés grecs aux États-Unis, lesquelles, comme nous le verrons plus loin, constituaient et constituent encore, un des plus importants chapitres de l'actif de la balance des paiements de la Grèce.

(3) L'expérience acquise par ce qui s'est produit en Grèce en 1885 (voir p. 23-25), ainsi que celle fournie un peu plus tard par l'Italie (voir p. 23, note 1, et p, 24, note 2), étaient de nature à mettre en garde le Gouvernement contre l'idée d'un retour immédiat à la remboursabilité en or des billets.

Par suite de la baisse du change au pair, le moment était favorable pour tenter un accroissement de la circulation, basée cette fois sur des principes sains, et pour obtenir par un système quelconque la fixité en permanence du change au pair. C'est ce que le Gouverneur de la Banque Nationale, *M. Jean Valaoritis* a compris. Aussi il profita de l'occasion pour mettre à exécution son plan de réorganisation fiduciaire de la Grèce, qu'il méditait depuis longtemps (1). Ce plan ingénieux a été facilement adopté par le Gouvernement de *M. Dragoumis* (2), qui s'est empressé de le faire insérer dans la loi du 19 mars 1910 (3).

Nous n'aurons pas à analyser ici la totalité des dispositions de cette loi, dont le principal but est complètement étranger à notre sujet. Ce n'est, en effet, que par l'article 8 § *a*) de la loi en question, qu'un nouveau régime

---

(1) Voir p. 37-38.

(2) D'après *M. Larkworthy*. M. Valaoritis : « était regardé comme très avisé, et toute proposition qu'il aurait pu faire devait être acceptée avec beaucoup de déférence ; il devait cependant demander le consentement de la Commission Internationale et l'approbation du pays, avant que n'importe quelle proposition prenne la forme d'une loi ». Voir Ionian Bank Ltd, *op. cit.*, p. 44.

L'obtention de l'approbation du pays a été tout de suite assurée par le vote de la loi du 19 mars 1910. Quant à celle de la Commission elle a présenté certaines difficultés dont on parlera plus loin.

(3) On peut donc dire que le nouveau système de circulation et la politique de change introduits par l'article 8 de cette loi, comme d'ailleurs, la réforme monétaire déjà expliquée résultant de la Convention de 1908 (voir p. 32-39), sont dûs en totalité à l'inspiration et aux efforts de *Jean Valaoritis*. C'est donc à lui que revient entièrement l'honneur de ces remarquables réformes.

d'émission a été introduit de toutes pièces. Les quelques lignes de ce paragraphe ont suffi pour créer tout un système de circulation fiduciaire et de réglementation du change (1).

Mais voici le texte de l'article :

« Un décret royal pourra ratifier des Conventions avec « la Banque Nationale de Grèce, par lesquelles il sera « conclu que : 1° la Banque Nationale est autorisée à « émettre pour son propre compte, des billets de banque, « au-delà de la somme qu'elle a le droit d'émettre en « vertu des lois et conventions en vigueur, dans le but

(1) Cette loi portait sur la conclusion d'« un emprunt de drachmes or de 240.000.000 au maximum, sur le retrait du cours forcé et sur la modification des conditions du règlement ratifié par la loi Β Φ Ι Θ du 26 février 1898, sur le Contrôle International, et concernant les emprunts publics en or, amortissables et consolidés, y mentionnés ». Une partie du produit de l'emprunt en question devait être utilisée pour l'acquittement de la Dette de l'Etat en billets, en vue du retrait prochain du cours forcé. Une fois émise la portion de l'emprunt destinée à l'abolition du cours forcé et qui s'élevait à 90 millions, les 2 millions que le Gouvernement consacre annuellement, d'après la loi du Contrôle International, au rachat des billets, seraient affectés au Service de l'emprunt. Il faut noter cependant, que la somme dont le budget de l'Etat serait grevé, pour l'intérêt et l'amortissement de la part additionnelle de l'emprunt, destinée au retrait du cours forcé, se serait élevée à 4.176.494 drachmes. La date de l'abolition du cours forcé devait être fixée par décret royal, après entente préalable avec la Banque Nationale.

Cependant, cette partie de l'emprunt n'a pas été réalisée. Aussi, le montant de l'emprunt en question ne s'est-il effectivement élevé qu'à 110 millions de francs. En tout cas cette intention de procéder prochainement à l'abolition du cours forcé, était le seul point qui reliait l'article 8 à l'ensemble des dispositions de la loi du 19 mars 1910, puisque, d'après l'exposé des motifs, cet article devait contribuer à la préparation dudit retrait.

« spécial d'achat d'or et de change au pair au maximum ;
« la dite Banque sera tenue de revendre l'or et le change
« achetés et jusqu'à leur épuisement, l'or au pair, plus
« un pour mille, et le change au prix de lepta 100 et 50
« centièmes du lepton, le franc sur Paris, et proportion-
« nellement sur la base du pair, le change sur les autres
» pays. Les billets de banque émis dans le but ci-dessus,
« ainsi que l'or et le change achetés, seront portés sur
« des comptes spéciaux au passif et à l'actif de la Banque
« Nationale, et devront se balancer, le change et l'or
« étant évalués au pair. La Convention fixera le maximum
« jusqu'à concurrence duquel la Banque aura le droit
« de procéder à une émission supplémentaire de billets
« de banque dans le but ci-dessus, ce maximum pouvant
« être augmenté par des conventions ultérieures. 2° Sont
« permis des accords pour le paiement d'or effectif, étant
« supprimées les dispositions prohibitrices de l'article 3
« de la Convention du 19 septembre 1885, ratifiée par
« la loi Α Σ Ο Γ du 4 novembre 1885 (1). »

Quoique cet article prévit l'émission de monnaie fiduciaire supplémentaire, il ne rentrait pas dans la disposi-

---

(1) Ce deuxième paragraphe de l'article 8, quoiqu'il ne contienne pas, comme nous venons de l'indiquer plus haut, des dispositions visant directement le nouveau régime d'émission introduit par le premier paragraphe de cet article, il est cependant lié avec ce dernier par le fait que l'autorisation à la Banque Nationale de s'engager à payer en or effectif (mesure que cette dernière demandait depuis longtemps), n'aurait eu, dans la pratique, qu'une application fort restreinte, sans les modifications apportées par le paragraphe *a*) au régime du cours forcé. En effet, la loi Α Σ Ο Γ du 4 novembre 1885, à laquelle fait allusion le texte ci-dessus et dont les dispositions prohibitrices y relatives ont été supprimées, n'est pas autre que celle qui a ratifié la Convention du 19 septembre et le décret du 20 du même mois 1885, lequel a institué pour la dernière fois en Grèce le régime du cours forcé (voir p, 24, note 3).

Sur la signification et les effets de ce paragraphe *b*) de l'article 8, nous reviendrons dans la suite.

tion prohibitrice de l'article 30 de la loi du Contrôle (1). En effet, cette nouvelle émission était autorisée en conformité avec le dernier alinéa de l'article en question, puisqu'elle avait manifestement pour but de subvenir aux besoins monétaires du commerce et qu'elle devait être entièrement couverte, c'est-à-dire de façon beaucoup plus complète que les statuts de la Banque ne le prévoyaient. Cependant, comme la Commission Financière Internationale a exprimé certaines réserves, quant aux dispositions de l'article 8 et aux justifications données à son sujet dans l'exposé des motifs de la loi de 1910, M. J. Valaoritis a répondu en lui adressant une note détaillée sur les clauses et les buts de l'article 8, aux termes de laquelle le Ministre des Finances, par une lettre adressée à la Commission Financière Internationale, se ralliait sans réserve (2). Cette note a fini par convaincre la Commission de la conformité de la nouvelle émission avec les stipulations de l'article 30 de la loi du Contrôle (3).

Cette approbation obtenue, l'article 8 de la loi Γ X M B fut mis en application immédiatement après. Dans ce but, un décret royal, daté du 14 septembre 1910, et émis en vertu du premier alinéa de cet article, a ratifié la première convention passée entre l'Etat et la Banque Nationale et visant la mise en application du nouveau

---

(1) Voir p. 26-27.

(2) La note est datée du 4-17 septembre et la lettre du 7-20 septembre 1910.

(3) Voir la correspondance échangée à l'occasion du vote de l'article 8 de la loi Γ X M B, entre le Ministre des Finances et la Commission Financière Internationale, dans le volume publié par cette dernière : « Dette Publique de la Grèce, historique, lois, décrets, conventions, protocoles, règlements, etc... » (Athènes, 1916).

système de circulation fiduciaire. Ce décret a autorisé la Banque à procéder à une émission supplémentaire de billets, jusqu'à concurrence de 10 millions de drachmes, dans le but spécial et dans les conditions prévues par l'art. 8, § *a*) en question. Plusieurs autres décrets émis ultérieurement, ont ratifié une série de nouvelles conventions entre l'Etat et la Banque Nationale passés en conformité du dernier alinéa du § *a*) de l'art. 8, dans le but d'élever successivement le maximum des billets que la Banque avait le droit d'émettre dans les conditions de l'article ci-dessus.

Il serait inutile d'énumérer tous ces décrets, qui ne sont pas jusqu'ici moins de 13 et dont la teneur est invariablement la même, avec le seul changement du chiffre indiquant l'accroissement du maximum d'émission. Il importe cependant de noter que le décret du 1er août 1911, en autorisant un nouvel accroissement de ce maximum, a prescrit que le prix de vente de l'or et du change achetés au moyen des billets provenant de cette nouvelle émission, sera : le pair en ce qui concerne l'or et lepta 100 et 25 centièmes du lepton, en ce qui concerne le franc sur Paris et proportionnellement le change sur les autres pays. Cette dernière disposition (1), qui a été reproduite par tous les décrets qui ont suivi celui du 1er août 1911, et qui n'était pas en contradiction avec la loi Γ Χ Μ Β, puisqu'elle restreignait les prérogatives de la Banque Nationale, doit être considérée comme une amélioration notoire du système de circulation et de change introduit par l'article 8. Nous aurons l'occasion de revenir sur ce sujet dans le

---

(1) Elle est due à l'initiative du Ministre des Finances d'alors M. L. Coromilas.

3e chapitre qui sera consacré à l'analyse de la loi du 19 mars 1910.

Pour le moment, ce qu'il importe d'examiner, c'est l'objectif que le Gouvernement poursuivait par l'art. 8, § *a*) de cette loi.

### § 3. — *Les buts poursuivis par l'article 8* § a), *de la nouvelle loi.*

Malgré la brièveté de l'exposé des motifs de la loi, en ce qui concerne l'analyse de l'article 8 sus-mentionné (1), on peut cependant dégager les raisons qui ont motivé l'insertion de cet article dans la loi du 19 mars. Le Gouvernement hellénique, en faisant voter par la Chambre la disposition de l'article 8 avait en vue l'obtention, par cette mesure, de deux résultats :

1° Donner à la circulation fiduciaire l'élasticité indispensable pour faire face aux besoins monétaires du pays et pour enrayer une crise économique éventuelle (2).

---

(1) Voici les seules explications de l'exposé des motifs sur cet article. L'article 8 comprend «... certaines mesures indispensables pour la préparation dudit retrait qui devra être établi sur des bases solides ; il ne suffit pas, en effet, d'effectuer le retrait, mais il est nécessaire de prévenir d'un côté toute gêne monétaire durant la période de la préparation, tout en ayant une conception exacte d'une manière pour ainsi dire automatique, du moment opportun où cette mesure devra être prise et obtenir de l'autre côté un renforcement en or de notre circulation monétaire qui nous mette à l'abri du danger d'une rechute dont les effets sont souvent plus critiques que ceux de la maladie elle-même ».

(2) Et cela, tout en assurant à chaque nouvelle émission de billets, une couverture de 100 0/0.

2° Poser les bases pour une abolition du cours forcé en contribuant à l'accumulation d'un stock d'or et de change (1) et en obtenant une parité stable du change (2).

Ces deux catégories de buts poursuivis par l'article 8, étaient des plus intéressants mais aussi des plus difficiles à atteindre. Il nous reste donc à chercher si les dispositions de l'article 8 de la loi du 19 mars 1910, en liaison avec les conditions économiques du marché, étaient de nature à amener la réalisation des prévisions favorables du Gouvernement. C'est ce qui constituera un des principaux sujets de cet ouvrage.

Nous nous empressons néanmoins d'indiquer, dès maintenant, que ces prévisions, non seulement ont été entièrement réalisées (3), mais qu'elles ont même été dépassées de beaucoup. En effet, depuis sa mise en application, le système de la loi Γ Χ Μ Β a rendu à la Grèce des services énormes, qu'on ne pouvait même pas escompter au moment de son introduction (4), et qui lui

(1) C'est-à-dire, à la concentration dans une caisse nationale, de la presque totalité des disponibilités helléniques en or et en change.

(2) Chose qui devait également avoir l'avantage de dégager le pays, dans l'entretemps, des fluctuations, inévitables autrement, et onéreuse de ce change.

(3) Il faut cependant noter que le système de l'article 8 avait déjà une garantie de succès, du fait que pendant l'élaboration du projet (du mois de septembre 1909 au mois de mars 1910) et jusqu'à la mise en application de la loi (du mois de mars au mois de septembre 1910), ce système a été appliqué, dans la mesure du possible et à titre d'essai, par la Banque Nationale, et que les résultats ont été tout-à-fait satisfaisants.

(4) Le fonctionnement de ce système, n'a pas exercé seulement

ont donné depuis le caractère, non plus d'un palliatif provisoire et d'un régime transitoire entre le cours forcé et le cours légal, mais plutôt celui d'un système de circulation et de change distinct, capable peut-être de remplacer définitivement et avantageusement le système basé sur la remboursabilité en or, non seulement en Grèce mais encore dans les autres pays (1).

C'est pour toutes ces raisons que la renommée de la loi grecque l'X M B, a dépassé depuis longtemps déjà les étroites frontières du Royaume. Et si les particularités de son système ne sont pas encore suffisamment

---

une influence salutaire sur la vie économique du pays, sur les Finances de l'Etat et aussi sur la situation de la Banque Nationale, mais il joua encore un rôle important dans la dernière guerre, en contribuant à la couverture immédiate des dépenses de guerre de la Grèce et en facilitant de la sorte la participation de cette dernière à la grande lutte aux côtés de ses Alliés traditionnels.

(1) Il s'agit là d'une évolution qui est très souvent constatée. On voit fréquemment une institution prendre, par la force même des choses, une importance dans son application, dépassant de beaucoup le but poursuivi par le législateur. Comme le faisait remarquer *M. le Professeur Rist*, dans son cours de doctorat d'Economie Politique, de l'année 1917-1918, sur le rôle des grandes banques d'émission pendant la guerre, à propos de l'institution des banques fédérales des Etats-Unis et de la transformation qu'elle a subie au lendemain même de son application : « C'est un phénomène sociologique que l'on rencontre très souvent, qui est un des plus intéressants qu'on puisse constater ; le phénomène d'une institution créée, fondée avec des buts très précis dans l'esprit de ceux qui l'ont établie, qui, sous l'influence des circonstances, et en quelque sorte par son fonctionnement interne, change complètement de but et de raison d'être. On a souvent à constater dans les Institutions créées par le droit constitutionnel des différents pays des exemples de cette espèce : telle institution considérée comme secondaire prend dans la vie poli-

connues, le succès du « système Valaoritis » (1) attire déjà la curiosité et l'attention du monde économique.

Quant à la conception que le si regretté Gouverneur de la Banque Nationale de Grèce pouvait avoir de son système, tout en repoussant avec conviction les accusations de certains, d'après lesquelles en faisant adopter par la Grèce le système de la loi Γ X M B, il n'avait pas une idée bien claire de la politique de change qu'il préconisait (2) et ne visait qu'à la satisfaction des intérêts de la Banque Nationale (3), il nous semble cependant que M. Valaoritis lui-même serait agréablement surpris aujourd'hui s'il pouvait voir les services énormes que

---

tique du pays un rôle tout à fait prépondérant. Il en est de même, et plus souvent, peut-être, dans les institutions financières. »

(1) C'est sous cette dénomination qu'est généralement connu le système de la loi grecque Γ X M B du 19 mars 1910, laquelle, à son tour, est souvent surnommée « loi Dragoumis ».

(2) « Mais quant à l'autre élément de la question : sa partie relative au pur plan de change, et quant à l'action y relative de M. Valaoritis, je sens que je peux parler avec une certaine autorité et conviction. Il a été dénié que M. Valaoritis ait jamais eu une conception claire d'un pareil plan, tel qu'il a été éventuellement construit. Mais j'ai sur ce point, le témoignage de M. Dragoumis lui-même et de Signor Luigi Luzzati. M. Dragoumis a déclaré publiquement que pendant le développement du plan en question, M. Valaoritis a consulté M. Luzzati, lequel, comme il est bien connu, avait lui-même une pareille conception d'une structure de change idéale. » *F. Larkworthy* : « Evidence submitted to the Committee on Currency and Foreing Exchanges » (London, 1919), p. 55.

(3) Il serait tout à fait inexact et injuste d'attribuer un point de vue aussi mesquin et aussi étroit, à un homme du caractère et de la compétence de M. Valaoritis, qui a consacré toute sa vie

son système a rendus à sa Patrie et ceux qu'il serait susceptible peut-être de rendre dans l'avenir à l'humanité tout entière (1). Mais nous croyons aussi que si la mort prématurée de M. Valaoritis ne l'avait pas éloigné de la direction du fonctionnement de son système, les dispositions de la loi de 1910 auraient été plus strictement observées dans leur application, et les

---

à l'étude des questions relatives au change, à la circulation fiduciaire et plus spécialement au cours forcé en Grèce.

Il est certain que l'art. 8 de la loi Γ X M B, en fixant les cours du change au pair, évitait à la Banque Nationale l'importante perte qu'elle aurait pu subir par suite d'une hausse éventuelle de la drachme au-dessus du pair, vu le fait qu'une grande partie de son actif était exprimé en monnaie étrangère (qu'il s'agisse de son portefeuille commercial, de son portefeuille des titres ou de ses comptes-courants à l'étranger). Il n'est pas non plus douteux que les dispositions de l'art. 8 donnaient, en outre, des avantages appréciables à la Banque Nationale de Grèce, puisqu'elles lui conféraient, en quelque sorte, le monopole et le contrôle des changes du pays, et lui créaient, en même temps, une source de bénéfices importants.

Mais en dehors du fait qu'en sauvegardant les intérêts de la Banque, M. Valaoritis ne faisait que son devoir, il nous semble que ce dernier, en confiant uniquement à la Banque Nationale la mise en application de son système, visait beaucoup plus au bon fonctionnement de ce dernier, dont il attendait les plus heureux résultats pour son pays, qu'aux bénéfices que la Banque aurait pu en tirer. D'ailleurs, il n'est pas du tout certain que ces bénéfices sont aussi exagérés qu'on a voulu le prétendre. Nous aurons l'occasion de nous expliquer plus loin sur cet aspect du système créé par l'article 8.

(1) C'est ce qui ressort clairement de tout ce que M. Valaoritis a pu écrire avant ou après le vote de la loi de 1910, en vue d'expliquer ou de défendre son système qu'il a toujours considéré comme un organisme provisoire de nature à faciliter le retour à la remboursabilité à vue et en or des billets.

quelques points faibles que le fonctionnement de ce système a pu dévoiler, auraient déjà légalement disparus (1).

---

(1) Nous reviendrons dans la suite, sur les déviations et les faiblesses du système de la loi ΓΧΜΒ, auxquelles nous faisons allusion.

## CHAPITRE DEUXIÈME

## LA QUESTION DU CHANGE EN GRÈCE, PAYS A CIRCULATION FIDUCIAIRE A COURS FORCÉ

### SECTION I

### Les trois facteurs qui déterminent les cours du change.

#### §. 1. — *La baisse du change au pair n'a aucun rapport avec la loi* ΓΧ ΜΒ

Avant d'aborder l'étude du nouveau régime de circulation fiduciaire et de change, introduit par l'article 8 de la loi du 19 mars 1910, et la démonstration des avantages réels de ce système, il faut commencer par la réfutation d'une certaine légende qui a été créée autour de loi, surtout à l'étranger. Cela nous permettra de nous placer tout de suite sur le véritable terrain sur lequel l'étude du système de la loi Γ Χ Μ Β doit être faite.

Il a été soutenu par des personnes n'ayant probablement pas eu l'occasion de se faire une idée précise de la question du change grec et, en tout cas, n'ayant certainement pas une compréhension exacte du phénomène compliqué que représente le Change, que la baisse rapide du change en Grèce, jusqu'au pair, est due aux dispositions de l'article 8 de la loi du 19 mars 1910. Cette manière de voir est inadmissible et sa réfutation

est aisée tant au point de vue théorique que par la constatation des faits.

En ce qui concerne ces derniers, il est très facile de prouver qu'une pareille assertion constitue un anachronisme manifeste. Comme nous l'avons déjà signalé (1), la baisse des cours du change n'a pas cessé de s'accentuer depuis 1902 et avait déjà presque atteint le pair au mois d'octobre 1909 (100,5) pour descendre même au-dessous du pair au commencement de 1910 (99,8). Il en résulte que la baisse eut lieu avant la promulgation de la loi Γ X M B et était due à des raisons absolument étrangères à cette loi (2).

Mais indépendamment de ce fait, dont l'évidence nous dispense d'insister plus longtemps, la simple lecture du texte de l'article 8 de la loi de 1910 (3) suffit à prouver le mal-fondé de la manière de voir que nous venons de relater.

En effet, le fonctionnement du système établi par l'article 8, présuppose justement les cours de l'or et du change non supérieurs au pair ; car s'il en était autrement, étant donné que la Banque Nationale ne peut acheter à un prix plus élevé, les détenteurs d'or ou de change sur l'étranger pouvant trouver ailleurs des prix plus avantageux, se garderaient bien d'aller vendre leur change à la Banque. Mais il y a plus : Il ne suffit pas, pour que le système de l'article 8 puisse fonctionner, que les cours du change descendent à un certain moment au pair, cas dans lequel la Banque pourrait trouver à acheter du change conformément à l'article

(1) Voir pages 46-48.

(2) Sur lesquelles nous allons revenir un peu plus loin.

(3) Voir page 56.

ci-dessus. Il faut que les cours puissent continuer à rester dans leur ensemble, aux environs du pair, grâce au concours des différents facteurs qui influent sur le change et sur lesquels nous reviendrons, et surtout grâce à une balance des comptes favorable dans son ensemble. Effectivement, si une fois la loi de 1910 mise en application, la balance des comptes de la Grèce devenait défavorable, le stock de change constitué par la Banque Nationale par l'achat de traites sur l'étranger, n'aurait pu suffire à satisfaire la demande de change résultant des besoins accrus du marché. Et cet excédent de demandes aurait entraîné, naturellement, une hausse des cours du change contre laquelle l'article 8 eût été impuissant. On peut donc dire que ce n'est pas la baisse du change au pair qui est le résultat de la loi Γ X M B, mais que, tout au contraire, c'est cette loi qui est pour ainsi dire le résultat de la baisse du change au pair.

Il nous semble que cette simple relation des faits ainsi que le texte de la loi, auraient pu suffire à démontrer ce qu'il y a de superficiel dans l'affirmation que c'est la loi Γ X M B qui a amené la baisse du change au pair.

Mais cette manière de voir démontre aussi une incompréhension complète de la doctrine relative au change. Nous essaierons donc d'expliquer aussi, au point de vue de la théorie, le mal-fondé d'une pareille assertion, d'autant plus que ce travail nous permettra de rappeler quels sont les facteurs qui peuvent influencer le change dans un pays à cours forcé, et d'indiquer en même temps les véritables causes qui ont amené en Grèce, la baisse rapide du change jusqu'au pair.

Avant d'entreprendre cette démonstration, il importe

de signaler que si la doctrine classique en matière de change est extrêmement nette et reste toujours vraie en ce qui concerne les pays à cours légal (1), quand il s'agit d'un pays à cours forcé, la théorie du change devient une des questions les plus controversées de la science économique. Dans les pays de cette dernière catégorie, la question du change prend une importance tellement grande et un caractère tellement spécial dans chaque cas particulier, les différents facteurs qui influent sur ce change et les différents phénomènes qui s'y rattachent, de près ou de loin, sont si compliqués et enchevêtrés, qu'ils font de la question dont il s'agit une matière dont les principes ne sont pas faciles à établir en théorie, et un problème dont la solution est souvent très difficile dans la pratique (2).

(1) Le seul facteur dont le change d'un pays à circulation monétaire à base métallique peut subir l'influence, c'est la balance des comptes de ce pays avec l'étranger. D'ailleurs, les effets de cet unique facteur sur les cours du change, sont confinés dans des limites très étroites, sur le fonctionnement desquelles nous reviendrons.

(2) M. Valaoritis résume admirablement les difficultés auxquelles nous faisons allusion. La solution du problème du change devient plus difficile, dit-il : « ...dès que le facteur du cours forcé d'une circulation fiduciaire s'ajoute à la solution du problème. Le fonctionnement normal de l'importation et de l'exportation de la monnaie est radicalement bouleversé. Le pays qui se trouve dans cette situation devient un marché monétaire fermé, sans communication avec les courants monétaires internationaux. Un nouveau facteur s'ajoute au problème du change, celui d'une monnaie, ayant une valeur spéciale et locale, créée, non par l'évolution naturelle des lois économiques, mais par la volonté arbitraire du Gouvernement. La monnaie d'or devient une marchandise et la hausse du change n'a plus les limites dans lesquelles elle est forcée de se contenir dans un pays à circulation monétaire normale. » (*Op. cit.*, p. 9-10).

Malgré ces difficultés, il nous semble qu'en ce qui concerne les causes diverses qui peuvent influencer les cours du change dans un pays à cours forcé, comme la Grèce, elles peuvent être ramenées à trois catégories qui constituent les trois facteurs principaux du problème du change. Ce sont : 1° Le facteur de la Balance des comptes ; 2° Le facteur de la Confiance dans la monnaie fiduciaire à cours forcé ; et 3° Le facteur de la Valeur de la monnaie fiduciaire à cours forcé.

Examinons-les séparément.

### § 2. — *Le facteur de la Balance des comptes.*

Tout d'abord, le cours du change dépend de la manière suivant laquelle la balance des comptes de chaque pays avec l'étranger se comporte et du déséquilibre plus ou moins prolongé et important de cette balance (1).

Ce premier facteur est commun aussi bien aux pays à cours légal qu'à ceux à cours forcé. Avec cette seule différence que, tandis que dans les pays à circulation saine et stable, la monnaie métallique sert de régulateur automatique des fluctuations du change, en les confinant dans des limites très étroites (2), dans les pays

---

(1) La balance du commerce extérieur n'étant que le principal facteur de la balance des comptes, c'est-à-dire des créances et des dettes du pays envers l'étranger, quelles que soient leur origine et leur nature. Pour les mercantilistes, qui ne regardaient que la balance commerciale, un pays s'appauvrissait pour autant que la valeur de ses importations dépassait celle de ses exportations. Inutile de s'attarder à cette manière de voir, trop simpliste, qui a été démentie par l'expérience et abandonnée par la théorie.

(2) Nous expliquerons plus loin par quel mécanisme l'or sert de frein aux fluctuations du change.

à circulation de papier inconvertible, ces fluctuations sont beaucoup plus accentuées car elles ne trouvent de limite que dans le troisième facteur (1).

Il ne nous paraît pas nécessaire de nous attarder ici à l'explication du mécanisme par lequel la balance des comptes d'un pays peut influer sur son change (2). Cette influence, par suite précisément de ce qu'elle se rencontre dans tous les pays, quel que soit leur régime monétaire, est nettement expliquée dans presque tous

(1) Il s'agit du facteur de la valeur de la monnaie de papier à cours forcé. C'est ce dernier facteur qui est l'agent principal des fluctuations des changes dans les pays à cours forcé. Seulement leur situation monétaire anormale, créée par ce dernier fait, aggrave tous les phénomènes relatifs à la balance des comptes. Mais il vaut mieux justifier plus loin l'affirmation que nous ne faisons qu'indiquer ici.

(2) Il est évident que cette influence s'exerce dans le sens de la hausse ou de la baisse, suivant la nature du solde que la balance de l'actif et du passif (par le mécanisme des paiements internationaux), laisse au crédit ou au débit d'un pays. Et comme cette liquidation de la balance des comptes, se fait, non pas à des époques déterminées, mais à tout instant, et dépend de la situation du moment (indépendamment de ce que le pays peut être, en principe, et dans une période déterminée, créancier ou débiteur de l'étranger), il en résulte par le simple jeu de la loi de l'offre et de la demande (le change étant une marchandise comme une autre) des variations continuelles du change, qui sont d'autant plus prolongées et accentuées, que le déséquilibre de la balance des paiements est plus important et qu'il ne se trouve pas facilement sur le marché des succédanés du change, de nature à satisfaire la demande. Nous avons ici en vue la fonction de l'or, qui constitue la principale différence entre les pays à cours légal et ceux à cours forcé, quant à la durée et à l'importance des effets de la situation de la balance des comptes sur leur change respectif, et sur laquelle nous reviendrons dans le courant de ce chapitre.

les ouvrages traitant du change, et ne présente pas de controverses théoriques (1).

Inutile aussi d'énumérer les chapitres de l'actif et du passif de la balance des comptes. Nous aurons l'occasion d'en indiquer les principaux, en étudiant les différentes causes qui ont contribué au retour du change grec au pair.

Pour le moment, il suffit de noter que pour obtenir l'équilibre de la balance des comptes les lois ne sont pour rien, ou pour bien peu de chose (2). Sauf si le législa-

---

(1) Comme il ressort de la note précédente, il ne s'agit pas ici de la question qui a soulevé de vives discussions et qui consiste à savoir quelle est l'importance des effets que le facteur en cause peut avoir sur les oscillations du change d'un pays. Cette importance n'est pas du tout la même dans les pays à cours légal et dans ceux à cours forcé.

(2) Les seuls facteurs susceptibles d'améliorer les conditions dans lesquelles s'établit la balance des comptes d'un pays, sont d'une part, le développement de la production nationale et, d'une manière générale, de toutes les sources d'importation de monnaie ; d'autre part, la diminution des besoins de paiement à l'étranger. Si les mesures législatives peuvent avoir une influence quelconque sur ces deux facteurs, cette influence ne peut être qu'indirecte et, par là même, d'une importance secondaire ; en tous cas, elle ne peut s'exercer que sur des points spéciaux. Telles sont, par exemple, les lois ayant pour but :

1° De favoriser l'agriculture (surtout celle des céréales) ;

2° D'établir une prime au profit de certaines industries (surtout celles qui trouvent leurs matières premières dans le pays) ;

3° D'abaisser, ou même supprimer, les droits de timbre des traites sur l'étranger (tout ce qui facilite les mouvements de fonds avec l'étranger est d'une très grande utilité) ;

4° De reconnaître la validité des contrats conclus en or (ce fut le but poursuivi par le paragraphe 2 de l'art. 8 de la loi ΓΧΜΒ dont nous avons déjà parlé. Voir page 57, note 1) ;

5° D'établir enfin le paiement en or des droits de douane, non

teur se décide à renfermer dans des barrières insurmontables l'initiative privée, ce qui peut entraîner la stagnation de tout mouvement économique dans le pays et qui, par conséquent, n'est permise que dans des circonstances exceptionnelles et pour une période relativement courte (1). D'ailleurs, l'article 8 dont il

---

pas que cette mesure puisse créer une nouvelle source d'importation d'or, comme certains le prétendent (car il est évident que l'importateur puisera sur le marché intérieur l'or nécessaire au paiement des droits), mais parce que, grâce à une pareille loi le Gouvernement: *a)* se procure l'or nécessaire pour ses paiements à l'étranger, peu à peu et sans à-coups, de sorte que les fluctuations du change, de ce chef, sont abolies; *b)* il se substitue un autre acheteur de change, beaucoup plus expert, l'importateur, qui choisit mieux le moment d'acheter; *c)* il ajoute à la hausse des changes, qui amène déjà par elle-même une diminution des importations, un accroissement progressif des droits de douane, ce qui ne peut qu'accentuer l'efficacité de ce premier frein contre le déséquilibre de la balance des comptes.

(1) C'est ainsi que procédèrent les Alliés depuis la guerre et surtout depuis 1915, dans le but de réglementer et rétablir, si possible, les cours de leur change respectif. En effet, alors qu'en temps normal la balance des comptes se rétablissait par l'action individuelle des particuliers, orientés par l'élévation du taux de l'escompte de la part de la banque d'émission, depuis la guerre c'est l'Etat qui a pris partout en main la question, en établissant des mesures législatives très rigoureuses, dans le but de réglementer directement et simultanément pour l'ensemble du pays, sa balance des comptes. Ces mesures ont été à peu près les mêmes chez tous les belligérants, à savoir : concentration et envois d'or, mobilisation et vente des titres étrangers, obtention de crédits à l'étranger, mesures prises pour encourager ou décourager les exportations ou importations, enfin (pour compléter ces différentes mesures) contrôle du marché des changes. L'énumération de ces dispositions démontre que les éléments économiques au moyen desquels la correction des changes a été poursuivie, sont exactement les mêmes qu'en temps de paix (et il ne pouvait pas en être

s'agit en ce moment, n'a heureusement jamais visé un pareil but.

### § 3. — *Le facteur de la Confiance dans la monnaie fiduciaire à cours forcé.*

En second lieu, le cours du change dépend de la confiance qu'inspire la monnaie circulant légalement dans le pays, c'est-à-dire, dans la circonstance, le billet de banque à cours forcé.

Ce deuxième facteur qui peut arriver à exercer une influence très grande et tout-à-fait distincte sur le change des pays à cours forcé, ne peut se manifester dans les pays à cours légal qu'indirectement et par l'intermédiaire du facteur de la balance des comptes (1), lequel est, en somme, pour ces derniers pays, la seule cause pouvant influencer (dans des limites très restreintes, d'ailleurs) les cours de leur change.

Cette confiance en la monnaie de papier inconvertible dépend de deux sortes de raisons :

1° Les unes, d'un caractère variable et passager,

---

autrement), avec la seule différence que depuis la guerre c'est l'Etat (d'accord avec la banque d'émission) qui les manie.

(1) Ainsi, si la situation politique du pays à cours légal est tellement troublée (guerre, révolution), ou bien si l'encaisse métallique de sa banque d'émission est descendue à tel point qu'on prévoie la proclamation du cours forcé, il se manifeste une tendance de retrait des capitaux étrangers placés dans le pays, mouvement qui entraîne une balance défavorable pour ce dernier. Ce n'est donc que par l'intermédiaire de la balance des comptes, que le manque de confiance en l'avenir de la monnaie du pays à cours légal, peut influencer les cours de son change. C'est ce qui s'est produit en Grèce en 1876 et en 1885 (Voir p. 48, note 1).

sont d'ordre purement psychologique. Effectivement, le billet de banque à cours forcé étant une monnaie purement fiduciaire, sa valeur est presque complètement basée sur le crédit. Et comme le crédit est, par sa nature même, très fortement influencé par les facteurs psychologiques, ces derniers ne peuvent qu'avoir une influence directe, quoique d'habitude de courte durée sur la monnaie de papier à cours forcé (1).

Inutile et même impossible d'énumérer ici les différents facteurs psychologiques (2). Il suffit simplement de rappeler que cette catégorie de raisons ne peut avoir aucun rapport avec les lois qui règlent le régime de circulation de chaque pays (3).

2° Les autres, dont les effets sont beaucoup plus importants et permanents, sont d'ordre strictement économique. Mais ici, les différentes écoles économiques ne tombent pas d'accord sur la question de savoir quelles sont ces raisons et quels sont les effets que chacune d'elles peut avoir sur la confiance du public en la mon-

---

(1) Il importe de noter ici que c'est surtout cet ordre de facteurs qui est exploité et même parfois créé par la spéculation pour profiter des fluctuations brusques du change.

(2) Il s'agit de la façon suivant laquelle le public apprécie tel ou tel événement politique, diplomatique ou social, et des résultats que cet événement peut avoir, d'après lui, sur la situation économique du pays et, par conséquent, sur sa circulation.

(3) L'étude des cours des changes des principaux belligérants pendant cette dernière guerre, démontre clairement l'importance du facteur psychologique, mais aussi sa grande inconstance. Voir le graphique des changes à Genève pendant la guerre, publié par : « La Situation Economique et Financière » Supplément du n° du 24 novembre 1917). Ce graphique démontre également l'importance, beaucoup plus stable et décisive, des facteurs purement économiques sur les cours des changes.

naie légale du pays et, par conséquent, sur le change, surtout quand il s'agit d'une circulation fiduciaire à cours forcé.

Nous avons surtout en vue de rechercher dans quelle mesure l'importance de l'encaisse métallique de la banque d'émission et sa proportion avec les billets en circulation, peuvent contribuer à raffermir la confiance dans la monnaie d'un pays à circulation de papier à cours forcé et, par là, influencer favorablement les cours du change de ce pays (1).

Pour notre part, il nous semble que l'importance qu'on attache généralement à ce dernier élément est très exagérée, du moins en ce qui concerne les pays à cours forcé. Il est évident que l'encaisse qui n'est pas utilisée au remboursement des billets de banque, n'a et ne peut avoir d'influence directe sur la confiance que la monnaie de papier inspire, car par suite du cours forcé, le lien qui rattache le crédit qu'on accorde à cette monnaie à l'encaisse est coupé. Son influence ne peut s'exercer que d'une façon indirecte et ne présente, par conséquent, qu'une importance secondaire. Ainsi : *a*) une encaisse importante, dont l'accroissement est poursuivi par une politique monétaire systématique, est l'indice d'une tendance vers l'abolition du cours forcé (2);

---

(1) Pour les pays à cours légal, la question se pose d'une façon toute différente, que nous exposerons à propos d'un autre ordre d'idées.

(2) Mais étant donné qu'une pareille politique, pour qu'elle soit efficace, doit être généralement combinée avec une diminution simultanée du montant de la circulation de papier, la hausse des cours du change qui peut en résulter doit être attribuée beaucoup plus au *facteur valeur* de la monnaie fiduciaire à cours forcé (qui est, comme nous allons le voir, le principal

*b*) plus les disponibilités de la banque d'émission sont importantes, plus elle est en mesure de s'en servir pour atténuer les fluctuations du change en entravant l'action de la spéculation et en aidant le marché dans les moments difficiles (1).

Et l'expérience de la guerre n'a fait que confirmer notre manière de voir (2) qui est, d'ailleurs, celle d'économistes parmi les plus éminents (3).

---

facteur qui détermine les cours du change), qu'à celui de la confiance en cette monnaie. Et si la valeur de la monnaie à cours forcé arrive à atteindre le pair, on peut se demander si l'intérêt que le public attache au retour au cours légal, est aussi capital qu'on veut se le représenter.

(1) Ici encore une remarque analogue à la précédente s'impose ; s'il est certain qu'une réserve métallique importante peut servir à atténuer les oscillations du change, elle arrive à ce résultat beaucoup plus par son action effective sur le *facteur de la balance des comptes*, que par les effets que sa seule présence peut avoir sur la confiance du public en la monnaie légale.

(2) Depuis la grande guerre, les exemples ne manquent pas. Si on compare les cours des changes des différents pays à cours forcé pendant la guerre, avec l'importance de leur encaisse métallique, ou plutôt avec la proportion de cette dernière sur la circulation, on voit qu'il n'existe absolument aucun rapport entre les cours du change et la couverture des billets dans les différents pays. Ainsi, pour ne donner qu'un exemple, si on considère les cours du change français et russe pendant les deux premiers mois de la guerre (c'est-à-dire à un moment où les nouvelles émissions de billets ne pouvaient pas encore dépasser les besoins du marché et, par conséquent, ne pouvaient pas encore influencer les changes) on voit que, tandis que la proportion de l'encaisse métallique sur la circulation était égale et même supérieure en Russie, le rouble perdait déjà 22 0/0 de sa valeur, alors que le franc était encore au pair.

(3) Ainsi, M. le Professeur *Ch. Gide*, dans un article publié dans la « Semaine Littéraire » de Genève (1918) et intitulé « Le règne du papier-monnaie », défend énergiquement la thèse que

Il y a cependant une raison d'ordre économique, parmi celles pouvant avoir une répercussion sur la confiance en la monnaie de papier, sur l'importance de laquelle il ne peut y avoir de doute : cette raison consiste dans la disproportion manifeste et toujours croissante qui peut exister dans un pays à cours forcé, entre la quantité du papier-monnaie en circulation (1) et les besoins fixés par ses conditions économiques. Mais pour que cette disproportion arrive à ébranler la confiance, c'est-à-dire le crédit du papier circulant dans le pays, il faut qu'elle soit telle que le public s'en aperçoive directement (2), et qu'il perde toute illusion en la sagesse du Gouvernement.

---

nous soutenons, à propos de la circulation fiduciaire en France depuis la guerre. Il démontre que si le billet de la Banque de France a perdu depuis la guerre une partie de sa valeur (chose qui est due à des raisons indépendantes de l'insuffisance de sa couverture et du manque de confiance en son prochain remboursement en or), il a conservé, par contre, tout son crédit. Il est vrai que M. Gide s'empresse d'ajouter, que cette confiance ne résisterait pas à une augmentation indéfinie de la circulation. Mais que veut-il entendre par là ? — Que si la confiance en le billet de banque venait à fléchir, ce serait le résultat d'une émission effrénée et d'une circulation manifestement supérieure aux besoins des échanges, et non pas de la disproportion entre cette circulation et l'encaisse métallique qui la couvre, car s'il en était ainsi, il y a longtemps que le billet de banque français aurait cessé d'inspirer la confiance dont il jouit aujourd'hui.

(1) Etant donné que cette quantité ne dépend que de l'arbitraire du Gouvernement, qui est souvent amené, dans les circonstances difficiles, à multiplier inconsidérément les émissions de papier.

(2) Et non seulement par l'intermédiaire de la hausse des prix qui peut, d'ailleurs, résulter de plusieurs causes à la fois et que le public ne songe pas d'habitude à attribuer à la multiplication des signes monétaires.

Mais ce dernier cas, qui ne se présente d'ailleurs que dans des circonstances tout-à-fait exceptionnelles, n'a jamais été celui de la Grèce. Car, grâce au système suivi par cette dernière, de ne jamais émettre du papier-monnaie et de se servir toujours de l'entremise des banques d'émission, et grâce à la confiance que ces établissements inspirent au public (1), le crédit du billet de banque est resté intact dans ce pays, même pendant les périodes de cours forcé, et n'a jamais été ébranlé d'une façon sérieuse et permanente à l'étranger.

Aussi, la baisse prolongée du change grec à l'étranger ne pouvant être imputée au manque de confiance envers la drachme-papier (facteur qui ne pouvait, d'ailleurs, avoir qu'une action intermittente sur les cours), le redressement de ces cours ne peut, en aucune façon, être attribué à une action quelconque de l'article 8 de la loi de 1910.

### § 4. — *Le facteur de la Valeur de la monnaie fiduciaire à cours forcé.*

En troisième lieu et surtout, le cours du change dépend de la valeur de la monnaie fiduciaire à cours forcé, circulant dans le pays. Et cette valeur dépend essentiellement, à son tour, du rapport qui existe entre le montant de la circulation qui se trouve sous le régime du cours forcé et les besoins monétaires du marché (2).

(1) Confiance due non seulement à leur situation solide, mais surtout à la certitude qu'ils auraient opposé une résistance sérieuse à tout projet de nouvelle émission de billets de la part du Gouvernement.

(2) C'est-à-dire la masse des transactions et la richesse de ce pays. Il est évident que plus il y a d'argent en présence des

Il nous semble que ce facteur, qui n'est qu'une conséquence de la loi économique de l'offre et de la demande (1), et qui a par là même une influence perma-

marchandises, moins on l'estime et plus la concurrence des acheteurs sera vive : le vendeur demande davantage, l'acheteur est disposé a accepter ses conditions.

(1) C'est la raison pour laquelle ce n'est pas l'abondance du numéraire qui fait la richesse monétaire du pays, mais c'est le rapport constant entre le montant de la monnaie circulant dans ce pays et les besoins des échanges, en d'autres termes, l'élasticité de la circulation, qui est le facteur déterminant de la fixité des prix. Ainsi, si on suppose que la quantité d'une monnaie quelconque a été doublée arbitrairement (et la monnaie de papier se prête à cela beaucoup plus que la monnaie métallique), les prix des marchandises vont s'accroître aussi, à peu près d'autant (ces deux accroissements n'étant pas proportionnels, comme nous le verrons plus loin), leur demande étant nécessairement doublée, mais leur valeur restera toujours la même. De sorte que, avec un stock monétaire doublé, on ne pourra acquérir que la même quantité de marchandises et, par conséquent, la valeur du stock monétaire doublé restera la même qu'auparavant : « On peut garder, dit *M. Valaoritis* (*op. cit.*, 2e fascicule, p. 15), le nom de drachme à la drachme-papier, mais cela ne relèvera pas la valeur de cette drachme si elle ne vaut plus, par exemple, que la moitié de l'ancienne drachme. Dans ce cas, au lieu de 100 millions, p. ex. de drachmes qu'on a en circulation, on n'aura effectivement que 100 millions de demi-drachmes, et le stock monétaire ne sera pas pour cela plus abondant qu'avec 50 millions de drachmes de l'ancienne valeur ».

La différence qui existe à ce sujet entre la monnaie de papier et la monnaie métallique, c'est que si la multiplication de la première est matériellement possible presque à l'infini, celle de la deuxième est enfermée dans les limites étroites tracées par la production des mines d'or et d'argent. Mais si ces limites venaient un jour à disparaître (p. ex. par suite d'une découverte de la chimie), les résultats de la multiplication des monnaies métalliques, ne seraient pas différents. Il y a une expression populaire : « le temps où il tombera des louis d'or », pour indiquer

nente sur les cours du change des pays à cours forcé, ne doit pas être confondu avec celui absolument exceptionnel du manque de confiance dans le papier-monnaie, qui peut être provoqué, entre autres, par l'énorme disproportion de la circulation avec les besoins des échanges, et que nous venons de classer dans la deuxième catégorie des causes pouvant influencer le change. Le cas qui nous préoccupe en ce moment est un phénomène presque inévitable dans les pays à cours forcé (1), l'autre n'est, en quelque sorte, que la dégénérescence de ce premier phénomène, combinée avec les autres causes pouvant entamer la confiance dans la monnaie de papier d'un pays donné. Les exemples fournis par l'histoire, et surtout par la guerre actuelle, imposent indubitablement la distinction à laquelle nous procédons (2)

---

l'idéal et l'apogée de la richesse et de la prospérité. Eh bien, si pareil miracle venait à se produire, le monde n'en serait pas plus riche, car les prix atteindraient des chiffres fantastiques.

Dans les réflexions qui précèdent, nous avons écarté délibérément différentes considérations d'ordre économique et pratique, de nature à atténuer ou à enrayer les effets dont nous venons de parler. Cela nous a paru nécessaire pour la clarté de notre exposé. Dans la suite, nous aurons l'occasion de faire ressortir les considérations auxquelles nous faisons allusion.

(1) Etant donné que, d'une part, la quantité de la monnaie fiduciaire à cours forcé ne dépend que de la volonté du Gouvernement (lequel est souvent imprudent et toujours incompétent pour la fixer), et que, d'autre part, sa valeur est fictive, chose qui la confine dans les limites étroites du pays qui l'a émise.

(2) L'énorme dépréciation des assignats de la Révolution Française, ou des assignats russes au commencement du XIX^e^ siècle, ne peut pas être attribuée rien qu'à leur émission inconsidérée de la part du Gouvernement (facteur qui aurait entraîné une baisse de leur valeur relativement moindre et beaucoup plus régulière),

Ce troisième facteur, le facteur valeur, qui a une importance primordiale dans les pays à circulation de

---

mais au manque de confiance du public en ce papier-monnaie, dû non seulement à sa multiplication, mais aussi à plusieurs autres raisons de nature à amoindrir le prestige, l'influence morale et la foi en l'avenir de l'Etat. Ainsi, il est caractéristique que les assignats russes circulaient dans tout le pays, sauf en Pologne et dans la région Baltique, contrées habitées par des populations non-russes, où l'influence morale de l'Etat était, naturellement, beaucoup moindre.

Des phénomènes analogues se sont produits pendant la guerre actuelle. Pour ne donner qu'un exemple, au commencement de l'occupation allemande en Pologne, la population attribuait au rouble-papier russe une valeur très supérieure à celle du mark allemand (nous voulons dire que le rouble faisait une prime sur le mark, supérieure à celle qui existait en temps de paix). Cette prime ne peut s'expliquer par le fait que le rouble était en quantité insuffisante dans la circulation, car les Polonais pouvaient facilement le remplacer par des marks. Elle ne peut être attribuée qu'à la conviction des Polonais en la victoire de la Russie et en son retour en Pologne, conviction qui était de nature à raffermir la confiance dans le papier russe, malgré sa multiplication prodigieuse en Russie.

Enfin, si la baisse des changes des belligérants dans les pays neutres doit être attribuée, entre autres, à la baisse de la valeur de leurs monnaies respectives, par suite de leur multiplication, si la prime de la livre sterling sur le franc, doit aussi être imputée, dans une certaine mesure, aux émissions successives de la Banque de France, la prime du franc sur le mark (dont la quantité en circulation par tête d'habitant était beaucoup moindre que celle du franc), ne peut être expliquée que par l'existence d'une confiance beaucoup plus grande envers le franc et les destinées de la France, confiance qui n'a pas pu être ébranlée par les émissions de la Banque de France.

On peut donc dire que si le franc a perdu une partie de sa valeur, par suite de sa multiplication, il a conservé tout son crédit ; et c'est là une confirmation éclatante de la distinction que nous établissons dans le texte. M. le Professeur *Gide* a mis en relief avec une rare clarté, cette dernière idée, dans son article : « Le règne du papier-monnaie » déjà cité.

papier inconvertible, ne peut pas, ou plutôt n'a pas le temps de se manifester, même en temps de crise, dans les pays à cours légal, par l'intervention automatique du rôle de l'or (1), lequel, par suite de sa propriété de monnaie internationale, s'il n'arrive pas toujours à maintenir la valeur de la monnaie fabriquée en ce métal, parvient cependant à rétablir constamment la parité entre les monnaies circulant dans les différents pays à cours légal (2).

---

(1) Nous avons déjà fait allusion plus haut, à ce rôle de l'or : S'il y a abondance d'or et par là même, perte de sa valeur, dans le pays, cet or a tout intérêt à se rendre à l'étranger et vice versa (chose facilitée par l'élévation du taux de l'escompte, etc...). Lè fonctionnement naturel des lois des changes internationaux et de l'escompte, suffit, presque toujours, pour régler immédiatement le rapport entre la monnaie et les besoins, pour un instant troublé.

(2) Cette dernière phrase appelle une explication : une inflation monétaire et, par conséquent une baisse de la valeur de la monnaie, est toujours possible dans un pays à cours légal, par une addition d'or dans la circulation plus rapide que l'accroissement du volume des affaires. D'où peut venir cet or ? — Soit des autres pays à circulation métallique, soit directement de la production des mines d'or. Dans le premier cas, l'accroissement de la circulation d'un pays présuppose la diminution de la circulation d'un ou plusieurs autres pays. Et alors l'intérêt qu'il y a à expédier de l'or du premier pays au deuxième (dans lequel étant plus rare il est plus cher), suffit pour rétablir immédiatement la valeur normale de ce métal dans tous les pays. Mais si l'inflation provient d'une quantité d'or tout-à-fait nouvelle qui se déverse dans la circulation d'un pays (p. ex. l'Angleterre), les envois d'or se produiront comme dans le premier cas et le métal qui vient d'être produit se répartira parmi tous les pays à circulation métallique. Quel sera le résultat de ce mouvement ? — Au point de vue des changes, il sera le même que dans le premier cas, c'est-à-dire que les changes reviendront sans tarder au pair, après un court écart jusqu'au *gold point*, au détriment du pays pro-

Par contre, l'augmentation de la quantité de la monnaie fiduciaire à cours forcé, au-delà des besoins fixés

---

ducteur de l'or. Mais au point de vue des prix cela ne sera plus la même chose, car le stock monétaire des différents pays à cours légal devenant ainsi plus important qu'auparavant, sa valeur va diminuer (dans une proportion égale chez tous).

Il est évident que ce dernier phénomène est très lent à se produire, les nouvelles productions d'or étant en grande partie absorbées par l'accroissement régulier des besoins monétaires mondiaux, ou bien étant retenues dans les caisses des banques d'émission et n'entrant généralement dans la circulation que pour se substituer à des billets de banque à cours légal déjà en circulation. Cependant, le fait existe, et la simple constatation de ce qui s'est produit de 1850 à 1873 suffit à le prouver. Ainsi, il est établi que, pendant cette période de 23 ans, le stock d'or circulant dans le monde a presque doublé (par suite de la découverte des gisements de Californie et d'Australie). Malgré l'accroissement rapide des richesses (surtout à cause de la révolution économique du siècle) et celui de la population, pendant cette même période, ce double accroissement n'a pu contrebalancer celui de la circulation métallique. Aussi, les prix ont haussé de 1850 à 1873, de 41,61 0/0 en moyenne. et si on en défalque les autres causes qui ont pu agir sur ces prix, il reste, en définitive, une hausse de 20 0/0 qui ne signifie autre chose qu'une diminution de la valeur de la monnaie d'or. Cependant, ce fait n'a pu avoir à aucun moment, une répercussion durable sur les changes (entre les pays producteurs d'or et les autres), lesquels se sont invariablement maintenus pendant cette période aux environs du pair dans les pays à cours légal.

Pour des renseignements complémentaires sur la production de l'or, et ses effets sur les prix, voir *Aug. Arnauné* : « La Monnaie le Crédit et le Change », Paris 1913, pages 23-32 ; *Stanley Jevons* « A serious fall in the value of gold assertained, and its social effects set forth : » *Levasseur* : « La question de l'or » (Paris, *R. Giffen* : « Recent changes in prices and income compared » (Londres 1888). Voir encore : de Foville, Michel Chevalier, Coquelin, Léon Faucher, etc...

pour un pays par ses conditions économiques (1), qui a pour conséquence naturelle la diminution de sa valeur (2), entraîne non seulement une hausse certaine

(1) Ce qui arrive presque toujours par suite du manque de criterium et de frein d'ordre économique, aux nouvelles émissions.

(2) Il ne faut pas croire, cependant, que tout changement dans la quantité de la monnaie légale, a pour conséquence un changement proportionnel de sa valeur acquisive, car il faut prendre en considération : 1° que la vraie monnaie a des succédanés (chèques, virements, warants, etc...) ; 2° qu'elle peut avoir une vitesse de circulation plus ou moins grande.

Mais d'une manière générale, la diminution de valeur résultant de l'augmentation de quantité de la monnaie en circulation, tend à dépasser le point pour lequel elle serait en proportion avec cette augmentation. Cela s'explique par un enchevêtrement de lois économiques dont voici le résumé : *a*) Tout d'abord, le phénomène auquel nous venons de faire allusion, n'est que celui que nous observons pour les marchandises lorsque leur quantité dépasse les besoins de la consommation, la baisse de leur prix (dans une mesure différente pour chaque marchandise), est, en général, supérieure à la proportion résultant du montant de leur augmentation. *b*) Et alors, plus la monnaie sera dépréciée, par suite du phénomène ci-dessus, moins on tâchera de s'en passer en se servant des succédanés, et plus on sera poussé à lui donner une plus grande vitesse de circulation ; et ces deux circonstances ne peuvent qu'accélérer sa dépréciation.

Ces remarques s'appliquent, d'une manière générale, aussi bien à la monnaie de papier qu'à la monnaie métallique, mais à un degré différent, par suite du mouvement automatique et rapide avec lequel le montant d'une circulation métallique s'adapte aux besoins monétaires du marché. La seule remarque qui ne s'applique point à la monnaie métallique, est celle relative à l'accroissement de la vitesse de circulation d'une monnaie à cause de sa dépréciation. L'explication en est facile : par suite du fait que les services que rend la monnaie sont de deux sortes : 1° de permettre les arbitrages entre les différentes marchandises ; 2° de servir à la transformation des biens présents en biens futurs, cette dernière fonction de la monnaie se trouve très sensiblement

et instable des prix à l'intérieur du pays (1), mais aussi une baisse accentuée des cours du change sur ce pays à l'étranger.

Quant à la Grèce, le besoin qui se manifestait en 1910 n'était pas celui de la diminution mais, au contraire, celui de l'augmentation de la quantité des moyens de paiement, pour arriver à couvrir les besoins des échanges ; et c'est précisément le but que l'article 8 a poursuivi. Par conséquent, à ce point de vue encore, cet article ne pouvait avoir aucune influence sur le redressement des cours du change (2).

---

diminuée, lorsqu'il s'agit de monnaie fiduciaire à cours forcé, c'est-à-dire de monnaie sans valeur intrinsèque, mais elle ne l'est presque pas du tout lorsqu'il s'agit de monnaie métallique.

Toutes ces considérations seront développées dans un autre ordre d'idées dans un chapitre ultérieur.

(1) L'application de ce principe en ce qui concerne les prix n'est pas non plus d'une régularité mathématique. Car : 1° il y a des prix qui sont fixés par contrats et ne peuvent, par conséquent, changer de suite ; 2° il y a d'autres prix qui opposent une certaine force de résistance au changement. Une des premières marchandises qui subit l'influence du changement, c'est l'or (qui devient une marchandise par l'introduction du cours forcé). Viennent ensuite les marchandises importées ; suivent celles qui, bien que produites dans le pays, sont cotées sur les marchés étrangers. Les salaires sont les derniers à subir cette influence.

Cependant, par suite du fait que le stock de la monnaie fiduciaire à cours forcé, n'est pas réparti proportionnellement à toutes les transactions, celles qui subissent seules cette influence, sont affectées par l'excédent de la circulation qui se déverse sur elles, d'une façon beaucoup plus forte que cet excès de circulation n'aurait pu le justifier.

(2) En dehors de ces trois catégories de raisons qui déterminent les cours du change, il y a, pour les pays emprunteurs de l'étranger, comme la Grèce, un quatrième facteur qui influe sur les changes. Il s'agit du crédit dont jouit le Gouvernement du pays dont les cours du change sont en cause. Seulement ce der-

### § 5. — *Comment ces trois facteurs se combinent dans la pratique et quelle a été leur influence respective sur les cours du change grec.*

Après ces explications, il nous reste à éclaircir un

---

nier facteur ne doit pas être considéré comme constituant une catégorie distincte, puisque son action est complémentaire et que son rôle consiste à peser à la fois sur les trois principales causes des variations du change.

Et d'abord en ce qui concerne la balance des comptes ; il est évident que dans un pays où cette balance ne peut se rétablir qu'au moyen d'emprunts à l'étranger, le degré de facilité avec lequel ce rétablissement s'effectue, dépend essentiellement du crédit du Gouvernement, soit directement quand il s'agit d'emprunts d'Etat, soit indirectement quand il s'agit de capitaux placés dans des entreprises privées, puisque le versement des intérêts et le remboursement de ces capitaux doivent s'effectuer en monnaie nationale, dont la valeur dans l'avenir, est aussi présumée sur la base du crédit de l'Etat en question.

C'est en cela que consiste l'influence du crédit de l'Etat sur la deuxième catégorie des raisons qui déterminent les cours du change, c'est-à-dire celle relative à la confiance que la monnaie légale du pays inspire. Plus un pays jouit d'un bon Gouvernement et de bonnes finances, plus on a confiance en sa monnaie légale et plus on espère en une stabilité de son change et peut-être même en un retour prochain du cours légal.

Quant au troisième facteur, à savoir celui de la valeur, on n'a pas besoin d'indiquer que plus le crédit de l'Etat est solide, moins il aura besoin de recourir à des émissions de papier-monnaie pour assurer l'équilibre de son budget ; et d'une manière générale, le relèvement du crédit de l'Etat ne peut qu'avoir une influence bienfaisante sur tout ce qui se rapporte à sa dette en billets à cours forcé.

En tout cas, l'article 8 de la loi de 1910 ne pouvait exercer aucune influence décisive sur le crédit de l'Etat, étant donné que ce crédit dépend de facteurs multiples qui ne peuvent être modifiés tous à la fois, par les effets des dispositions d'un seul article de loi visant un point de vue déterminé.

point de nature à créer une confusion et à empêcher la compréhension exacte des pages qui précèdent.

De prime abord, il semble que les trois facteurs que nous avons indiqués comme déterminant les cours du change (1), se confondent de telle sorte qu'ils n'en constituent plus qu'un seul. Cette impression découle naturellement du fait que, sur les places étrangères, il n'y a, dans la pratique, qu'un seul marché de la drachme, c'est-à-dire que le cours de la drachme se confond exactement avec celui de la lettre de change sur Athènes. On pourrait en conclure que les variations de ce cours commun ne dépendent que de la balance des comptes.

Cependant, étant donné que la baisse du change grec sur les marchés étrangers ne peut qu'entraver l'envoi de marchandises en Grèce (et vice versa en ce qui concerne les marchandises grecques) et encourager l'envoi de capitaux, la balance des comptes de la Grèce ne tarderait pas à se rétablir d'une manière ou d'une autre (2). S'il en était ainsi, toutes les fois que cette ba-

---

(1) Le crédit de l'Etat étant mis de côté.

(2) Un déficit permanent et continu de la balance des paiements n'est pas possible d'après les lois de l'équilibre économique, pas plus pour la Grèce que pour n'importe quel autre pays. Cependant étant donné que la Grèce est débitrice de l'étranger, que les sources de l'actif de sa balance sont exposées à de grandes fluctuations (par exemple les produits du sol) et qu'elle est privée d'un stock suffisant de bonne monnaie ayant cours international, il était naturel qu'elle soit continuellement exposée à des déficits plus ou moins temporaires et, par conséquent, à une baisse de son change due au facteur de la balance des comptes. Seulement il ne faut pas en déduire que les déficits réitérés de la balance des comptes furent la cause principale de l'agio.

lance serait en équilibre (1), le cours du change grec devrait revenir au pair. Cependant, une telle éventualité ne s'est jamais produite tant qu'il y eût en Grèce une inflation monétaire. Les cours du change grec restèrent constamment au-dessous du pair, et cette différence ne pouvait tenir qu'à la différence du pouvoir d'achat entre la drachme-papier et le franc, c'est-à-dire la drachme-or (2), par suite de l'augmentation de la quantité de cette dernière. D'autant plus que le troisième facteur, c'est-à-dire le degré de confiance que la drachme-papier pouvait inspirer à un moment donné, ne s'est manifesté, comme nous l'avons vu, que dans une très faible mesure en ce qui concerne le change grec, et en tout cas, il n'aurait pu avoir que des effets beaucoup plus accentués, mais aussi beaucoup moins prolongés, que ceux qui ont réellement déterminé le maintien constant du change grec au-dessous du pair.

Il en résulte que, même en supposant une balance des comptes constamment en équilibre, en supposant une confiance en la drachme-papier tout-à-fait inébranlable, les variations du change grec seraient toujours possibles et son maintien au-dessous du pair naturel, et ce cours du change n'exprimerait autre chose que la valeur de la drachme-papier à un moment donné (3).

---

(1) Il ne peut pas en être différemment puisqu'une balance des comptes ne peut pas être constamment défavorable.

(2) S'il en était autrement, c'est-à-dire si une hausse persistante et prolongée du change était le signe d'une balance des paiements continuellement défavorable, la richesse des pays à agio finirait par s'écouler à l'étranger. Or, un pareil fait ne s'est jamais présenté et n'aurait pas pu se présenter.

(3) Ainsi, tandis que dans les pays à cours légal, le point

Voilà la raison pour laquelle nous avons considéré plus haut le facteur valeur de la monnaie de papier, comme la principale cause des variations et surtout de la baisse constante du change dans les pays à cours forcé. Ce n'est que par son action sur le change grec, que peut être expliqué le maintien persistant, mais plus ou moins accentué, de ce change à l'étranger, au-dessous du pair, pendant 34 années consécutives (1876-1909) (1).

Il ne faut pas, cependant, omettre de noter que, grâce précisément à l'existence de l'agio, par suite de la baisse de la valeur de la drachme, les oscillations du change dues au déséquilibre plus ou moins long de la balance

---

exact de la parité est certain et bien défini, dans ceux à cours forcé, la parité entre la valeur de la monnaie à cours international (or) et la monnaie de papier circulant dans le pays à cours forcé, est très difficile à trouver, car il faut pour cela éliminer les causes de perturbation temporaire et prendre la moyenne du change pendant une période relativement longue. Voir nos réflexions au sujet des projets de stabilisation du change grec, aux pages 42-46.

(1) Voir le tableau page 48. On aurait pu représenter les variations du change grec dues aux fluctuations de la valeur de la drachme, par une courbe à mouvements habituellement lents et se maintenant toujours au-dessous de la ligne droite représentant le pair. Tandis que les fluctuations du change provoquées par le facteur de la balance des comptes, seraient représentées par une courbe à mouvements beaucoup plus fréquents et accentués, tantôt remontant au-dessus et tantôt descendant au-dessous de la première courbe, mais tendant toujours à revenir à la hauteur de cette première courbe, et par conséquent, suivant dans leur ensemble les mouvements lents de la courbe représentant la valeur de la drachme. Quant à la courbe représentant l'influence du facteur confiance, elle aurait les mêmes caractéristiques que la précédente, avec cette seule différence qu'elle ne s'éloignerait de la ligne-valeur que beaucoup plus rarement, mais d'une manière beaucoup plus accentuée.

des comptes, étaient beaucoup plus accentuées en Grèce que dans les pays à cours légal (1). En effet, tandis que dans ces derniers le rôle de la monnaie (2) sert de régulateur automatique à ces fluctuations, dans les pays à cours forcé les seules limites de la hausse et de la baisse du change sont celles tracées par le facteur valeur. Seulement, pour que ce facteur arrive à arrêter la hausse ou la baisse du change, il faut que l'appréciation ou la dépréciation de la monnaie du pays en question, dépasse sensiblement et pour un certain temps, le point exact de la valeur relative de cette monnaie. Car le transfert de l'or et la hausse du taux de l'escompte étant mis de côté (leur influence ne pouvant pas s'exercer dans les conditions de la Grèce), les autres facteurs qui tendent naturellement à rétablir la balance des comptes d'un pays (3), sont beaucoup plus lents à fonctionner (4).

On peut donc dire que si le facteur de la balance des comptes, n'est pas le facteur principal des fluctuations du change dans les pays à cours forcé, il exerce cependant une grande influence sur ce change et cette influence est d'autant plus importante que la circulation monétaire est plus anormale et l'équilibre de la balance des comptes plus précaire.

Si on se rapporte maintenant aux trois catégories de

---

(1) Voir page 72, note 1.

(2) Combiné avec la hausse du taux de l'escompte ou remplacé par elle.

(3) Une hausse exagérée du change, d'une part limite les importations et les autres causes qui provoquent une demande de change et, d'autre part, augmente les exportations et les autres sources d'offre de change.

(4) Il s'agit ici de ce qu'on appelle parfois : « l'action réparatrice de la hausse du change sur elle-même ».

raisons qui influencent le cours du change et que nous avons déjà signalées, on peut retrouver facilement et indépendamment de la loi I X M B, l'explication réelle de la baisse du change au pair.

SECTION II

## Quelles sont les véritables causes de la baisse du change en Grèce jusqu'au pair

### § 1. — *L'action du facteur de la Balance des comptes.*

En ce qui concerne ce premier facteur, les circonstances qui ont fait pencher la balance des comptes de la Grèce en sa faveur et par là ont amené la baisse de son change jusqu'au pair, sont les suivantes :

1° La diminution progressive du déficit de la balance commerciale, lequel ne dépassait plus 16 millions en 1910 (1) ;

---

(1) Nous avons déjà mentionné que la Grèce n'a jamais eu une balance commerciale favorable. Cependant, le déficit de cette balance a considérablement diminué pendant les années qui nous intéressent, ainsi qu'il ressort du tableau suivant :

*Déficit de la balance du commerce*

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1898. . . . . . . | 56 millions | 1905. . . . . . . | 58 millions |
| 1899. . . . . . . | 38 » | 1906. . . . . . . | 21 » |
| 1900. . . . . . . | 29 » | 1907. . . . . . . | 32 » |
| 1901. . . . . . . | 47 » | 1908. . . . . . . | 44 » |
| 1902. . . . . . . | 58 » | 1909. . . . . . . | 36 » |
| 1903. . . . . . . | 52 » | 1910. . . . . . . | 16 » |
| 1904. . . . . . . | 47 » | | |

Cette amélioration doit être surtout attribuée aux progrès de l'agriculture, qui ont amené, d'une part, une diminution de l'importation des céréales (qui constituent à peu près le quart de

2° Les remises abondantes des Grecs émigrés, principalement aux Etats-Unis (1), et celles moins importantes, des Grecs établis à l'étranger (2);

---

l'importation) dont la Grèce est tributaire de l'étranger ; et, d'autre part, un accroissement de l'exportation des produits du pays, tels que le raisin sec (qui atteignait avant 1913, plus du 1/3 de l'exportation), l'huile d'olive, le tabac, etc. Nous donnerons plus loin un tablaau des importations et des exportations de la Grèce.

Sur les progrès de l'agriculture en Grèce voir, parmi les écrits en langue française : la remarquable étude de *M. Andréadès* « Les Progrès Economiques de la Grèce depuis quarante ans », dans le « Journal des Economistes » (Janvier-février 1919) : l'ouvrage déjà cité de *M. Edmond Théry* : « La Grèce actuelle au point de vue économique et financier » (Paris, 1905) : celui de *M. Lefeuvre-Meaulle* : « La Grèce Economique et Financière » ; et surtout le tout récent ouvrage de *M. Tsoudéros* : « Le Relèvement Economique de la Grèce » (Paris, 1919, p. 104-153).

(1) Les sommes envoyées annuellement dans le pays par les émigrés sont très importantes. Elles étaient évaluées à 40 millions par an, avant 1910 ; mais ces chiffres nous paraissent un peu exagérés pour cette époque. Cette situation favorable est due au nombre des émigrants, à leur sobriété et au fait qu'ils ne gardent en Amérique, que l'argent nécessaire à leur subsistance ou à leurs affaires. Ces remises constituent peut être, le facteur principal de l'amélioration du change. Rien qu'en mandats-poste, elles se sont élevées à :

| | | |
|---|---|---|
| 17.063 676 | drachmes en | 1907 |
| 12.948.925 | » | 1908 |
| 24.000.000 | » | 1910 |
| 58.282.706 | » | 1911 |
| 90.000 000 | » | 1913 |
| 95.000.000 | » | 1914 |

sans compter les chèques (qui doivent aussi représenter annuellement une très forte somme) et les billets de banque américains.

(2) Il faut en déduire les gains (peu importants d'ailleurs) de l'industrie et du commerce exercés dans le pays, qui sont payés à l'étranger, (par ex. ceux de la C^ie Française des Mines du Laurium) et les dividendes et arrérarages des valeurs grecques placées à l'étranger (par ex. ceux des actions de la C^ie Grecque des Mines

3° Les recettes de la Marine marchande, lesquelles étant versées pour la plupart en or (1), entrent dans le pays sous forme de change (2) ;

4° Les revenus des Grecs, de plus en plus nombreux,

---

du Laurium, de la Banque d'Athènes, de la C[ie] privilégiée des raisins de Corinthe etc.).

(1) Il suffit de rappeler que le commencement du siècle coïncide avec un développement de la Marine marchande grecque, plus rapide que celui de la marine de n'importe quel pays. Voici des chiffres (ils ne concernent que la Marine à vapeur) :

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 1892 | 104 | vaisseaux | . . . . . | 61 092 | Tonnage net |
| 1901 | 198 | » | . . . . . | 160.979 | » |
| 1907 | 285 | » | . . . . . | 288.573 | » |
| 1911 | 343 | » | . . . . . | 387.634 | » |
| 1913 | 389 | » | . . . . . | 433.663 | » |

Ce mouvement n'a pas cessé de s'accentuer depuis.

La proportion d'une grande partie des profits de la Marine grecque, en or, s'explique par le fait que la proportion des navires dits « transatlantiques », c'est-à-dire des navires voyageant d'habitude loin des ports du pays, par rapport à l'ensemble de la Marine grecque, est considérable. Et le fret pour les transports internationaux par mer, est généralement réglé en livres sterling.

Au sujet du développement de la Marine marchande de la Grèce, voir, en dehors des ouvrages cités ci-dessus, les études de *M. Andréadès*, dans le « Journal des Economistes » (septembre-octobre 1913) et dans la « Nautical Review » de New-York (Juin 1919).

(2) Il faut ajouter ici, à l'actif des entrées en or, les appointements payés aux marins grecs. Par contre, il faut en déduire le passif du chapitre en question, soit : *a*) le fret payé aux navires étrangers, étant donné que les exportations surtout, se font encore en majorité par ces derniers ; *b*) les frais d'assurance maritime qui sont versés à des Compagnies étrangères (cette circonstance, très défavorable pour la balance des comptes du pays, ne fut atténuée que tout récemment par la fondation de Compagnies d'assurance maritime grecques) ; *c*) la valeur des navires achetés à l'étranger, qui dépasse celle des ventes, d'après le tableau ci-dessus, puisqu'il n'y avait pas et qu'il n'y a même pas encore en Grèce de chantiers de constructions maritimes.

venant s'installer dans le pays, tout en laissant leur fortune à l'étranger ; et les dépenses des étrangers en Grèce (1) ;

5° La diminution de la somme versée annuellement à l'étranger pour le service de la Dette Publique (2), grâce aux rachats graduels durant les 20 dernières années, des titres des emprunts nationaux par les Grecs (habitant la Grèce) (3) ;

6° Le retour de capitaux grecs déposés jusque-là à

---

(1) Déduction faite de cette dernière somme, des dépenses des voyageurs nationaux à l'étranger, qui n'arrivent pas, d'ailleurs, à la contrebalancer, vu le grand nombre de touristes qui viennent visiter les monuments et les musées de la Grèce.

(2) Il s'agit là d'un fardeau qui a toujours pesé très lourdement sur la balance des paiements et aussi sur la situation économique du pays ; d'autant plus qu'il n'était contrebalancé que pour une très faible partie, par les revenus réalisés à l'étranger par des habitants du pays, surtout depuis le commencement du siècle et jusqu'à 1914.

(3) Il est certain que le rachat de ces titres sur les bourses étrangères, entraîne un résultat contraire, c'est-à-dire une demande de change sur l'étranger. Seulement, ce phénomène, d'une part, n'est pas périodique et est, par conséquent, chaque fois neutralisé par la totalité des arrérages des achats déjà effectués et, d'autre part, il ne peut pas influencer beaucoup le cours du change, car une hausse de ce dernier, si peu importante soit-elle, suspend naturellement le mouvement d'achat.

Voici un tableau indiquant la valeur des coupons payés dans le pays, par périodes de cinq ans. Il ne s'agit naturellement, que de coupons d'emprunts extérieurs grecs :

| | | |
|---|---|---|
| 1898 . . . . . . . . . . . . . | 155.643 | francs |
| 1902 . . . . . . . . . . . . . | 547.942 | » |
| 1907 . . . . . . . . . . . . . | 1.103.137 | » |
| 1912 . . . . . . . . . . . . . | 2.598.592 | » |

Ce mouvement s'est beaucoup accentué depuis. Nous empruntons ces chiffres à l'étude de *M. Tsoudéros*, sur le Contrôle financier international en Grèce, constituant le premier chapitre de son livre déjà cité (pages 1-58).

l'étranger, lesquels, encouragés par la consolidation du crédit de la Grèce, se mirent à revenir dans le pays pour prendre part à des entreprises commerciales, industrielles et financières (1) ;

7° Le produit de nouveaux emprunts extérieurs de l'Etat, pour autant que ce produit était destiné à des paiements à l'intérieur du pays ; et d'une manière générale, les capitaux étrangers venant se placer en Grèce (2) ;

8° Les donations et legs des riches grecs établis à l'étranger (3) ;

---

(1) Sans doute, ce mouvement entraînait une diminution, pour l'avenir du change sur l'étranger offert annuellement sur le marché grec. Mais ce désavantage pour le change était pleinement compensé par un avantage d'un caractère plus général et pouvant aussi influencer favorablement le change, c'est-à-dire l'utilisation des capitaux dont il s'agit pour l'accroissement de la production du pays.

(2) Facteur beaucoup moins intéressant que les précédents, puisqu'il entraîne un mouvement d'exportation de change pour l'avenir. Heureusement, ce facteur n'a pas contribué beaucoup, comme on aurait pu le croire, au retour du change grec au pair, pendant la période que nous étudions ici. En effet : *a*) La période des emprunts extérieurs, commencée en 1881, était déjà close en 1890. Aussi de 1900 à 1909, il n'y eut qu'un seul emprunt extérieur, celui de 1902, 4 0/0, dont le produit a été employé en majorité à l'intérieur du pays, dans un but d'ailleurs productif, à savoir : l'achèvement de la voie ferrée Pirée-Larrissa *b*) Quant aux capitaux étrangers venant se placer dans différentes entreprises en Grèce, leur importance avait beaucoup diminué vers le commencement de ce siècle, par suite de l'accroissement des disponibilités dans le pays, dû, tant aux progrès de la richesse nationale qu'au retour des capitaux grecs placés à l'étranger.

(3) Ce chapitre a son importance en Grèce ; il accroît l'actif de la balance des paiements, grâce à la générosité et au patriotisme des riches Grecs établis à l'étranger.

9° Le solde de différents autres paiements faits par l'étranger ou à l'étranger, qu'il serait inutile d'énumérer ici, d'autant plus que ce solde n'a pas toujours été, pendant la période qui nous intéresse en ce moment, en faveur de la balance des comptes de la Grèce (1).

Toutes ces considérations combinées assurèrent à la Grèce une balance des comptes favorable dans son ensemble, ce qui constituait la condition primordiale de tout retour de son change au pair.

### § 2. — *L'action du facteur de la Confiance dans la drachme-papier.*

Quant à ce deuxième facteur, susceptible d'agir sur les cours du change, son influence, étant donné sa nature et le fait que la confiance en la drachme-papier n'a jamais été sérieusement atteinte, ne pouvait être que très secondaire, sur le mouvement régulier de baisse des changes étrangers que nous essayons d'expliquer dans ces pages.

Il est inutile de parler de l'action des raisons psychologiques sur la confiance que la drachme pouvait inspirer, car cette action ne pouvant être comme nous l'avons déjà signalé que passagère, elle n'a manifestement

---

(1) Ici nous avons surtout en vue les mouvements de numéraire produits par des opérations sur les valeurs mobilières ou sur le change. Ce facteur n'avait certainement pas en Grèce, l'importance qu'il a dans d'autres pays, à cause de la situation secondaire de la Bourse d'Athènes et du marché monétaire grec en général. Cependant, il a souvent contribué à mettre à la disposition du marché grec, des capitaux destinés à être retirés plus tard.

aucun rapport avec le mouvement persistant et continu de hausse de la drachme (1).

Quant aux raisons d'ordre économique, quoique le crédit de la drachme-papier n'a jamais été atteint à l'intérieur du pays, grâce au système d'émission de billets de banque auquel le Gouvernement grec a toujours eu recours (2), on peut cependant relater ici certaines circonstances heureuses dont la coïncidence dans la période qui nous intéresse en ce moment, ne pouvait que raffermir la confiance en la drachme-papier, surtout à l'étranger. Ces circonstances sont :

1° La politique monétaire antiinflationniste, qui fut suivie méthodiquement en Grèce depuis le commencement du siècle, qui consistait : d'une part, dans le retrait des petites coupures et leur remplacement par une circulation monétaire métallique, réglée d'après les besoins des transactions (3) ; d'autre part, et surtout, dans la diminution régulière de 2 millions par an, de la circulation à cours forcé pour le compte de l'Etat (4). La répercussion de cette dernière mesure sur le renforcement de la confiance dans la monnaie légale du pays, devait être d'autant plus grande que la raréfaction de

(1) Aussi, ce n'est que dans les variations du change d'un jour à l'autre, que l'influence psychologique exploitée par la spéculation, s'est surtout fait sentir en Grèce, comme ailleurs. La preuve en est que ces variations ne cessèrent pas de diminuer d'importance, au fur et à mesure que la Banque Nationale étendait son action sur le marché monétaire. Il aurait suffi pour prouver la justesse de cette allégation, de reproduire les moyennes mensuelles du change, tant à la Bourse d'Athènes qu'aux guichets de la Banque Nationale.

(2) Voir l'explication de cette affirmation page 79.

(3) Voir pages 32-39.

(4) Voir pages 26-27.

cette monnaie était destinée à continuer dans l'avenir, garantie qu'elle était par une clause de la loi sur le Contrôle financier international (1).

2° L'amélioration évidente dans la situation des finances publiques de la Grèce (2) et, d'une manière générale, le relèvement économique indiscutable du pays (3) ;

3° Enfin, on aurait pu peut-être ajouter, parmi ces circonstances favorables, l'accroissement régulier de l'encaisse métallique de la Banque Nationale, laquelle de 1.835.395 francs à la fin de 1900, montait à 4.151.941 francs au 31 décembre 1909, et s'élevait même à 41.774.820 francs, en y comprenant les disponibilités en or à l'étranger (4) ;

(1) D'autant plus que l'article 30 de cette loi n'imposait pas seulement, par son paragraphe 1, la diminution progressive de la circulation existante, mais interdisait aussi, en principe, par ses paragraphes 3 et 4, toute nouvelle émission de billets.

(2) Cette allégation est explicitement confirmée par les rapports annuels de la Commission Financière Internationale. Ce redressement des finances grecques provient, en grande partie, du paiement régulier des sommes destinées à l'intérêt et à l'amortissement de la dette publique de la Grèce, grâce à l'effectation à cet effet, de certains revenus du Royaume, conformément à la loi du Contrôle. Aussi peut-on dire qu'à partir de 1898, une nouvelle ère financière s'ouvrit pour la Grèce.

Nous avons expliqué plus haut que la situation financière d'un pays ne constitue pas une catégorie distincte, parmi les raisons qui peuvent influencer les cours de son change, mais qu'elle peu- néanmoins exercer une certaine influence sur le facteur confiance dans la monnaie de ce pays. Voir page 86, note 2.

(3) Voir page 49, note 2.

(4) En conformité avec la disposition relative des statuts de la Banque Nationale. Cette encaisse, si on ne prend en considération que la circulation pour le compte de la Banque à cette même date (64.052.524 drs.), ainsi que le montant de ses dépôts à vue

On peut cependant se demander si l'accroissement de l'encaisse en question, n'a pas été le résultat plutôt que la cause du retour progressif des changes au pair (1), grâce à l'obtention d'une balance des comptes favorable (2).

Mais en admettant même que le renforcement de cette encaisse ait pu exercer une certaine influence pour amener la baisse du change grec au pair, il y aurait encore lieu de se demander s'il n'est arrivé à ce résultat, beaucoup plus par son effet sur le pouvoir de la Banque Nationale pour le maintien des changes (3), que par

(20.668.794 drs.), dépassait déjà la proportion du tiers exigé par les statuts; et elle atteignait presque cette proportion, si on la compare au total de la circulation de la Banque (125.831.099 drs. sans compter les petites coupures de 1 et 2 drachmes pas encore retirées de la circulation). Voir pages 31-32.

(1) Comme nous le verrons plus loin, cette conséquence, c'est-à-dire le renforcement de la couverture des billets, qui ne pouvait pas manquer de se manifester une fois les changes étrangers descendus au pair, a pu se produire beaucoup plus vite, plus facilement et dans des proportions beaucoup plus vastes, grâce au système introduit par l'article 8 de la loi ΓΧΜΒ.

(2) Par suite des circonstances que nous avons relatées plus haut, cette balance était déjà, dans son ensemble, favorable à la Grèce avant 1910, malgré le fait que son change n'avait pu encore atteindre le pair (par suite de l'action du facteur valeur). Par conséquent, les paiements que l'étranger avait à faire à la Grèce, dépassant déjà ceux que le pays devait effectuer à l'étranger, il était dorénavant facile à la Banque Nationale, de renforcer son encaisse, soit sous forme d'or effectif dans ses caisses, soit et surtout sous forme de dépôts à l'étranger. C'est ce que la Banque a fait, chose qui n'a pas manqué de lui occasionner des pertes, par suite de la baisse ultérieure du change jusqu'au pair. Nous y avons fait allusion à la page 63, note 3.

(3) Et, par conséquent, sur le facteur de la balance des comptes, par le redressement des déséquilibres plus ou moins prolongés de cette balance.

celui de la création d'une certaine confiance dans le remboursement prochain des billets (1).

### § 3. — *L'action du facteur de la Valeur de la drachme-papier.*

Si on se rapporte à ce qui a été dit plus haut relativement à ce troisième facteur, qui joue un rôle prépondérant dans la détermination des cours du change, à savoir que la valeur de la monnaie circulant dans le pays est en rapport direct avec les besoins monétaires du marché et en rapport indirect avec sa quantité, on voit facilement que l'explication de la baisse régulière du change grec jusqu'au pair, réside dans la diminution progressive de la disproportion qui existait auparavant entre la quantité des moyens de circulation et les besoins du marché, fait dû, d'une part, à la diminution progressive du papier en circulation (2), et, d'autre part, à l'augmentation continuelle du mouvement des échanges en raison du progrès économique du pays (3) et de l'élévation de sa population (4). Cette double circonstance était de nature à

(1) Il s'agit là, en effet, des deux seuls points de vue sous lesquels l'importance de l'encaisse métallique peut intéresser le public dans un pays à cours forcé. Voir pages 76-77.

(2) Les circonstances dans lesquelles cette diminution méthodique de la circulation a eu lieu, sont déjà suffisamment connues.

(3) Voir le tableau de la page 49, note 2. — Notons cependant que le seul fait du développement normal de la richesse nationale n'aurait jamais suffi à lui seul, comme certains l'avaient soutenu en Grèce, à ramener la valeur de la drachme au pair, par l'absorption de la circulation exubérante de papier.

(4) Voir le tableau de la page 50, note 1.

accroître le pouvoir d'achat de la drachme. Inutile d'y insister davantage.

L'influence du facteur valeur sur la baisse des changes jusqu'au pair, apparaît clairement si on compare, d'un côté, la proportion de la circulation par tête d'habitant (1) et, de l'autre, les cours du change de l'année correspondante (2). On voit que les variations de ces deux catégories de chiffres, si elles ne sont pas toujours strictement parallèles, se trouvent cependant en relation très étroite.

Voir page 103 un tableau confirmant cette remarque (3).

On peut conclure de l'étude de ce tableau que la hausse du change dans ses moyennes annuelles, est principalement le résultat de la diminution de la valeur de la drachme par suite de l'augmentation de sa quantité (4), et que, par contre, la baisse de ce change depuis 1901, est en rapport direct avec la diminution régulière de la proportion de la circulation, à partir de cette même année.

---

(1) Que nous avons déjà donnée à la page 50, note 1.

(2) Voir tableau de la page 48.

(3) Quoiqu'il ne s'agisse ici que de l'action du facteur valeur sur le redressement du change grec de 1901 à 1910, nous n'avons pas cru inutile de démontrer, par ce tableau, l'influence qu'a exercée ce facteur depuis 1876, sur les cours du change. Cela nous permettra de donner certaines explications sur ces cours, qui seront mieux placées ici que dans le chapitre précédent.

(4) On ne constate, en somme, une anomalie entre la hausse du change et l'augmentation de la circulation, qu'entre les années 1892-1897 : mais, nous l'avons indiqué à la note précédente, pendant ces années-là la hausse excessive du change a été la conséquence de l'adjonction d'un autre facteur, celui de la balance défavorable des paiements.

| Année | Proportion de la circulation par tête d'habitant | Cours du Change sur Paris (pour 100 francs) |
|---|---|---|
| | Drachmes | Drachmes |
| 1876 cours légal. . . . . . . | 23 (1) | 103 |
| 1878 cours forcé. . . . . . . | 36 | 110 |
| 1883 » . . . . . . . | 50 | 114 |
| 1885 cours légal et rétablissement du cours forcé. . . . . | 33 | 105 |
| 1888 cours forcé . . . . . . | 50 | 127 |
| 1892 » . . . . . . . | 61 | 143 |
| 1893 » . . . . . . . | 55 | 160 |
| 1895 » . . . . . . . | 52 | 180 |
| 1898 » . . . . . . . | 57 | 147 |
| 1901 » . . . . . . . | 56 | 165 |
| 1907 » . . . . . . | 52 | 109 |
| 1909 » . . . . . . . | 49 | 102 (2) |

(1) Si on ajoute à la circulation fiduciaire en 1876, la circulation des monnaies métalliques (qui ont, depuis, fui le pays), nous avons pour cette année là une proportion de la circulation totale par tête d'habitant de 32.80 environ.

(2) Voici quelques remarques intéressantes à propos de ce tableau :

Malgré l'accroissement sensible de la circulation pendant la troisième période du cours forcé (1877-1885), la hausse relativement petite du change, en comparaison de celle beaucoup plus importante, à partir de 1885, doit être attribuée au facteur psychologique, étant donné que pendant la période 1877-1884, on s'attendait continuellement à l'abolition du cours forcé. Voir page 23.

Par contre, depuis 1885, l'achat sur le marché du change nécessaire au service des emprunts extérieurs, troubla fortement l'équilibre de la balance des paiements, ce qui, ajouté au nouvel accroissement très important de la circulation, amena une hausse accentuée du change jusqu'à 1895.

La continuation de la hausse du change après 1892, malgré la diminution de la proportion de la circulation, doit être attribuée à la disparition d'un facteur important agissant jusqu'ici sur le change, celui des emprunts extérieurs de l'Etat, et au mauvais état de la situation économique et financière de la Grèce vers la fin du siècle précédent, c'est-à-dire à la stagnation des affaires qui marqua cette période, à la faillite de l'Etat et aussi, dans une certaine mesure, à l'accroissement (malgré la diminution de la circulation totale) de la dette de l'Etat en billets de banque à cours forcé.

Par contre, la baisse du change en 1898, malgré une augmentation correspondante de la proportion de la circulation, est la conséquence du vote de la loi sur le Contrôle International et aussi de l'emprunt extérieur 2 1/2 % qui a mis des sommes importantes d'or à la disposition du marché.

On aurait pu cependant objecter (1) que cette baisse rapide du change jusqu'au pair, ne correspond qu'à une diminution de la proportion de la circulation beaucoup plus lente laquelle dépassait encore du double, en 1909, celle de 1876.

Il ne faut cependant pas perdre de vue un fait qui est de nature à expliquer cette anomalie apparente, c'est-à-dire l'accroissement indiscutable de la richesse nationale et du mouvement des affaires depuis 1876 et surtout pendant la première période décennale du xx$^e$ siècle. Il est inutile d'y insister de nouveau. Contentons-nous simplement de signaler qu'on peut voir une preuve évidente de l'accroissement dont il s'agit dans le développement significatif pendant cette période de la circulation fiduciaire productive, c'est-à-dire de la circulation pour le compte des banques, laquelle est venue compenser, dans une certaine mesure, la diminution considérable depuis 1900, de la circulation improductive, c'est-à-dire celle pour le compte de l'Etat et celle des petites coupures. Cette circonstance qui démontre clairement un accroissement des besoins de crédit et aussi des besoins monétaires, constitue aussi un argument décisif contre l'objection que nous avons relatée plus haut. En effet, si la circulation totale de la Grèce n'a pas diminué de beaucoup, celle des billets circulant

(1) Dans le but d'amoindrir ou même de nier complètement l'influence du facteur valeur sur les cours du change. Il y a, en effet, pas mal d'économistes qui partagent cette opinion et qui vont jusqu'à n'attribuer les fluctuations du change dans les pays à cours forcé, qu'à l'unique facteur de la balance des comptes. Les explications que nous avons données sur ce sujet dans le présent chapitre, nous dispensent, il nous semble, de toute autre réfutation d'une pareille théorie.

pour le compte de l'Etat, qui intéresse principalement ici, a été considérablement réduite ; et si les banques ont pu accroître leur propre circulation jusqu'à atteindre presque le maximum (1), c'est que le public (2) avait absolument besoin de ces instruments de paiement.

Les considérations ci-dessus se trouvent reflétées dans le tableau suivant, qui comprend les mouvements des différentes catégories de circulation, pendant la période décennale qui nous intéresse ici (3).

---

(1) Voir pages 29-31.

(2) Voire les nécessités de circulation de la richesse nationale et celles de crédit résultant de l'activité du marché.

(3) Des difficultés de composition nous obligent à ne pas donner les mouvements de la circulation antérieure à 1900.

## CIRCULATION

| Années au 31 décembre | Banque Nationale | | | Banque Ionienne | | | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pour le compte de l'Etat | Pour le compte de la Banque | Coupures de 1 et 2 drachmes | Pour le compte de l'Etat | Pour le compte de la Banque | Coupures de 1 et 2 drachmes | |
| | Drachmes | Drachmes | Drachmes | Drachmes | Drachmes | Drachmes | Drachmes |
| 1900 | 71.903.669 | 53.641.534 | 13.500.000 | 1.874.919 | 7.069.101 | 4.499.999 | 154.489.222 |
| 1901 | 70.903.682 | 57.438.669 | 13 500.000 | 882.947 | 6.998.225 | 4.499.999 | 154.223.522 |
| 1902 | 69.778.575 | 64.430.885 | 13.500.000 | — | 6.805.906 | 4.499.999 | 159.015.365 |
| 1903 | 68 778 575 | 59.219.213 | 12.750.000 | — | 6.634.438 | 4.249.999 | 151.632.225 |
| 1904 | 68.778.575 | 53.719.722 | 11.250.000 | — | 6.283.473 | 3.749.999 | 143.781.769 |
| 1905 | 67.778.575 | 48.748.732 | 10.500.000 | — | 6.206.215 | 3.499.999 | 136.733.521 |
| 1906 | 65.778.575 | 54.457.866 | 10 500.000 | — | 6.520.529 | 3.499.999 | 140.756.969 |
| 1907 | 63.778.575 | 63.216.340 | 10.500.000 | — | 6.589.161 | 3.499.999 | 147.584.075 |
| 1908 | 61.778.575 | 56.723.198 | 10.500.000 | — | 6.058.948 | 3.499.999 | 138.560.720 |
| 1909 | 61.778.575 | 64.052.524 | 9.000.000 | — | 6.201.146 | 2.999.999 | 144.032.244 |

## CHAPITRE TROISIÈME

## ANALYSE DU SYSTÈME DE CIRCULATION ET DE LA POLITIQUE DE CHANGE, ADOPTÉS PAR L'ARTICLE 8 § A DE LA LOI DU 19 MARS 1910.

### SECTION I

### Les avantages du régime de la nouvelle loi en tant que système de réglementation du change.

#### § 1. — *Obtention d'un équilibre constant dans la balance des comptes.*

S'il n'est pas juste de prétendre que l'article 8 de la loi Γ Χ Μ Β, a provoqué le redressement de la valeur de la drachme au pair, il est évident, au contraire, que cette disposition a contribué, depuis son introduction tout particulièrement, à la stabilité des cours du change aux environs du pair, chose autrement presque impossible dans un pays se trouvant sous le régime du cours forcé. Nous aurons plus loin l'occasion de reproduire des tableaux des cours du change à partir de 1910. Il ressort de ces tableaux que depuis cette année-là le cours du change s'est maintenu d'une manière stable aux environs du pair et même plutôt au-dessous qu'au-dessus (1).

(1) Le phénomène est d'autant plus remarquable quand on pense que le change resta invariable au cours ci-dessus durant les guerres balkaniques (quand la Grèce a dû effectuer tant de paiements à l'étranger pour ses armements), ainsi qu'après la dé-

Pour le moment et avant d'entrer dans l'examen des avantages qui ont suivi dans la pratique l'application de la loi de 1910, il importe d'expliquer au point de vue théorique le phénomène dont il s'agit et surtout de justifier l'affirmation que l'article 8 de la loi Γ X M B, est la cause principale de la stabilisation du change au pair (1). Dans ce but, il faut reprendre les trois facteurs qui déterminent les cours du change et indiquer l'action régulatrice du régime de la nouvelle loi sur chacun de ces trois facteurs. Commençons par la balance des comptes du pays avec l'étranger.

Quand, dans un pays, les paiements qu'il doit effectuer à l'étranger sont supérieurs à ceux que l'étranger doit lui verser, le change sur l'étranger hausse nécessairement étant donné que la demande est supérieure à l'offre (2). Mais, dès que cette hausse arrive au point de dépasser le *gold point* de sortie (3), le déficit èst couvert, dans les Etats se trouvant sous le régime du cours légal, par l'exportation d'or effectif, et, par conséquent,

---

claration de la guerre européenne et même après l'entrée en guerre de la Grèce (au moment où les changes de tous les belligérants avaient subi et subissent encore un bouleversement profond). Mais nous réservons l'examen de ces faits, sur lesquels on ne saurait trop insister, pour la Partie suivante.

(1) Elle n'est pas, cependant, la cause unique, puisque la mise en application et le fonctionnement du système de la loi du 19 mars 1910, présuppose l'existence d'une balance des comptes favorable dans son ensemble. Mais il nous semble préférable de mettre de côté cette considération pour l'instant, quitte à y revenir à la fin du présent chapitre.

(2) Voir page 71, note 2.

(3) C'est-à-dire le pair augmenté des frais de transport et d'assurance nécessaires à l'envoi de l'or effectif pour les paiements en question.

les cours du change ne dépassent pas le *gold point* (1). Tandis que, dans les pays depuis longtemps à cours forcé, comme la Grèce, l'obtention et l'exportation d'or pour couvrir le déficit étant presque impossibles, le change continue à hausser jusqu'à ce que l'excédent de la demande soit obligé de régler d'une autre façon ou de restreindre, ses paiements à l'étranger (2).

On aurait pu prétendre qu'un pareil danger n'existait plus pour la Grèce, étant donné que l'équilibre de la balance des comptes de ce pays était déjà assuré, pour les raisons exposées plus haut, et avant la promulgation de la loi de 1910. Cette conception serait complètement erronée :

Tout d'abord, le fait que, dans son ensemble et dans une période déterminée (par exemple une année) l'équilibre de la balance des comptes de la Grèce était assuré, ne signifie pas du tout qu'à chaque moment la demande de change sur l'étranger sera toujours égale à l'offre (3). Par conséquent, le danger des fluctuations brusques du change, soit au-dessus, soit au-dessous du pair (4), dans

---

(1) Cette sortie de numéraire est limitée et arrêtée dans la pratique par différents moyens que nous indiquerons.

(2) Pour l'explication de ce phénomène, voir pages 70-71 et 90-91.

(3) L'exemple déjà cité page 40, note 2, à propos des périodes d'exportation du raison sec, est là pour le prouver.

(4) De fait, la tendance du change dans le courant de 1910, jusqu'à la mise en application de l'article 8 de la loi Γ X M B, était, vu la situation de la balance des comptes, vers la baisse au-dessous du pair. Il est à peine utile d'indiquer que le maintien et surtout l'intensification d'une pareille situation, ne seraient pas moins fâcheux qu'une nouvelle hausse du change au-dessus du pair, aussi bien pour l'ensemble de l'économie nationale que pour les finances publiques. La baisse du change au-dessous du

le courant de cette même période, restait entier. C'est précisément ce danger que l'article 8 de la loi de 1910 parvint à éloigner. En effet, toutes les fois que le change sur l'étranger est abondant sur le marché, on évite la baisse des cours, puisque la Banque Nationale s'offre à l'acheter, en vertu de la disposition en question, à un prix à peine inférieur au pair, et toutes les fois qu'il y a pénurie de change, on évite de nouveau la hausse des cours, puisque la banque est tenue de vendre le change déjà acheté par elle et déposé sous forme de disponibilités de toutes sortes à l'étranger, à un prix presque égal au pair. Par conséquent, les fluctuations des cours du change, inévitables par suite de perturbations momentanées dans la balance des comptes, sont complètement évitées ou, au moins, enfermées dans des limites très étroites, beaucoup plus étroites que celle du *gold point*.

Mais, à part cette considération, il est évident qu'une confiance absolue sur l'existence dans l'avenir, d'une balance des comptes toujours favorable dans son ensemble, serait dénuée de tout fondement, étant donné que, par suite de modifications importantes et toujours possibles dans les différents chapitres de la balance économique de la Grèce, par suite surtout d'événements fortuits pouvant influencer la force de production du

---

pair ne pouvait qu'avoir une répercussion malheureuse sur l'importation de capitaux de l'étranger et prendre des proportions fâcheuses en cas de conclusion et de réalisation d'un emprunt extérieur destiné a être dépensé à l'intérieur du pays, vu que l'Etat est toujours obligé de s'adresser principalement à l'étranger pour ses emprunts.

pays (1), il y avait toujours à se prémunir contre le danger d'un nouveau déséquilibre plus ou moins long (2), de la balance des comptes.

Le système de l'article 8, a apporté, contre une pareille éventualité, un remède sûr, agissant de lui-même et de nature à éloigner toute perturbation des changes et du marché en général. Ce remède consiste dans le fait que tout le stock d'or et de change que la Banque Nationale devrait constituer pendant la période d'une balance des comptes favorable (3), devait être revendu par elle jusqu'à son épuisement, à un prix presque égal au pair (4). Ainsi, grâce à ce système, le rétablissement du déséquilibre de la balance des comptes du pays, est assuré d'avance, et cela avant que ce désé-

(1) Par exemple, une mauvaise récolte, une crise économique aiguë, des désordres politiques, une guerre sur les territoires de l'Etat, etc...

(2) Suivant la nature des causes qui auraient pu provoquer ce déséquilibre et la promptitude avec laquelle de nouveaux facteurs (tel qu'un emprunt extérieur) viendraient combler le déficit.

(3) Puisque, pendant cette période, l'offre de change sur le marché grec devait être naturellement supérieure à la demande, et que la Banque est tenue d'acheter l'excédent au pair.

(4) Le stock de change peut devenir d'autant plus important que la Grèce, tout en ayant une balance des comptes favorable et, par conséquent, n'ayant pas besoin, à ce point de vue, de recourir à l'épargne étrangère (aussi bien le Gouvernement que les particuliers) pour établir son change, est cependant dans la nécessité d'avoir recours constamment à des emprunts extérieurs et à d'autres émissions de titres à l'étranger, soit pour équilibrer son budget, soit pour mettre en valeur ses richesses naturelles et augmenter sa production. De ces placements de capitaux en Grèce, il résulte une augmentation de l'excédent de la balance des comptes de la Grèce et, par là, de ses dépôts de change à l'étranger.

quilibre ait le temps de provoquer la moindre hausse des changes étrangers et les inconvénients qui s'ensuivent (1).

Cette obtention d'un équilibre pour ainsi dire artificiel de la balance des paiements, continuera jusqu'à ce que cette balance revienne à un équilibre normal, ce qui ne tardera pas à se produire, conformément aux lois économiques. En effet, grâce au rapport étroit qui existe dans le système de la loi Γ X M B, entre la situation de la balance des comptes et le montant de la circulation, une vente soutenue de traites sur l'étranger de la part de la Banque Nationale, se traduira nécessairement par un resserrement du volume monétaire, lequel, en abaissant les prix, tendra à ralentir les importations, à surexciter les exportations et à rétablir, en général, un mouvement de créances sur l'étranger (2).

---

(1) Ainsi, la fuite de l'or hors des frontières du pays devient presque impossible, la politique de l'élévation du taux de l'escompte apparaît comme totalement superflue, et le recours à des emprunts extérieurs ou à l'ouverture de crédits à l'étranger pour le rétablissement de l'équilibre, complètement inutile.

(2) La compréhension de cette idée sera beaucoup plus facile quand nous aurons analysé le système de circulation fiduciaire introduit par la loi Γ X M B. Il ne serait cependant pas inutile de résumer, dès à présent, une question qui se pose naturellement ici, par suite d'une objection que les explications ci-dessus peuvent suggérer :

Qu'adviendra-t-il si le nouveau déséquilibre de la balance des comptes dont il s'agit prend, contrairement à toute probabilité, un caractère permanent, par suite de causes profondes inhérentes à l'ensemble de la situation économique du pays ?

— Il est évident que dans ce cas, les dépôts de change de la Banque Nationale arriveront finalement à s'épuiser, malgré les emprunts extérieurs qui auraient pu être contractés pendant cette période pour contrecarrer le mouvement et malgré les effets du

Il ressort donc que toute perturbation dans les cours du change par suite d'un déséquilibre momentané, ou même d'un déficit de la balance des comptes persistant

---

resserrement de la circulation sur la balance des comptes. Et alors le système de la loi Γ Χ Μ Β, cessera, par la force même des choses, de fonctionner.

Cependant, il est bien probable que lorsque la Grèce verra qu'une pareille éventualité doit inévitablement se produire, elle s'empressera, avant de voir toute son épargne nationale (si difficilement constituée et tellement nécessaire à son progrès économique) fuir sans retour à l'extérieur du pays, de prendre des mesures énergiques exceptionnelles pour redresser sa balance des comptes (par exemple, contrôle du marché des changes), ou bien d'arrêter à temps, si cela est nécessaire, le fonctionnement du système de la loi Γ Χ Μ Β, en abrogeant son article 8.

On peut objecter que de toute façon le résultat sera le même : Que la mort de la loi Γ Χ Μ Β soit brusque ou naturelle, les changes étrangers vont de nouveau hausser brusquement sur le marché d'Athènes, en entraînant les conséquences habituelles en pareille circonstance, que la Grèce a connues dans le courant du siècle dernier. Et le danger qui découle d'une pareille éventualité constitue une faiblesse manifeste du système de la loi grecque.

Sans vouloir nier ce fait, il nous semble que les considérations qui suivent sont de nature à démontrer que cette faiblesse n'est pas aussi importante qu'on veut se le représenter, et que, en tout cas, elle est beaucoup moindre que celle d'autres systèmes monétaires. Ainsi : 1° Pour un pays qui possède normalement une balance des comptes favorable, condition qui est à la base de tout le système (s'il en était autrement le système n'aurait même pas pu commencer de fonctionner ; voir page 108, note 1) il est peu probable et presque impossible, que la supposition que nous faisons ici se justifie, car il faudrait pour cela un bouleversement total et définitif des conditions économiques non seulement du pays, mais aussi du monde entier ; 2° Même si une pareille éventualité se produisait, la situation du pays possédant déjà un système comme celui de la loi Γ Χ Μ Β, serait préférable à celle dans laquelle il se trouverait s'il avait adopté n'importe quel autre système monétaire, même celui de la remboursabilité en or des

davantage, est, grâce au système des réserves de change de la loi Γ Χ Μ Β, complètement éloignée.

### § 2. — *Confiance absolue dans le drachme-papier intégralement couverte.*

En dehors de la balance des comptes, il y a une deuxième catégorie de causes pouvant influencer les cours du change, celles relatives à la confiance qu'inspire la monnaie circulant dans le pays (1). Il nous

billets. Effectivement, il pourra quand même maintenir son change, avec ses réserves, pendant un certain temps, tandis qu'autrement, il serait amené beaucoup plus vite à proclamer le cours forcé et à voir son change baisser rapidement sur les places étrangères.

S'il était nécessaire d'appuyer par un exemple les considérations ci-dessus, il suffirait de signaler : *a*) qu'il a fallu le bouleversement terrible d'une guerre mondiale, comme celle que nous venons de traverser, pour amener certains pays à une situation analogue à celle que nous supposons ici ; et *b*) que si des pays à cours légal, parmi les plus puissants, ont vite succombé à ce bouleversement en proclamant le cours forcé et en subissant une perte énorme de leur change, la Grèce a pu, sans trop de mal, supporter la crise et son système tenir jusqu'à ces derniers temps en contribuant au maintien du change grec, grâce à ses réserves, à un niveau qui a étonné le public étranger.

Dans un autre ordre d'idées, nous reprendrons ces considérations qui, par suite de la situation extraordinaire actuelle, ont pris une importance plus grande. Nous suggérerons alors une certaine modification du système de la loi de 1910, qui sera, à notre avis, de nature à corriger la faiblesse éventuelle qui nous préoccupe ici.

(1) Certains pourraient avancer que l'équilibre, pour ainsi dire artificiel, de la balance des comptes de la Grèce, étant dorénavant, comme nous venons de le voir, constamment assuré, les deux autres facteurs qui déterminent les cours du change dans les pays à circulation fiduciaire à cours forcé — confiance et valeur — ne pouvaient plus exercer aucune influence sur les cours du change

semble que, même à ce point de vue, l'article 8 a rendu les variations des cours du change presque impossibles, puisqu'il a su soumettre l'émission supplémentaire de billets de banque prévue par lui, à des conditions et restrictions assurant complètement le maintien de la confiance dans le papier grec, laquelle existait déjà pour les raisons que nous avons exposées plus haut.

Parmi les avantages du système de la loi Γ X M B qui y contribuent, occupons-nous ici du régime de couverture adopté par ce système, lequel était, à notre avis, apte à satisfaire ceux même qui attachent une importance capitale à l'influence de cette couverture sur le facteur confiance et, par là, sur les cours du change.

En vertu de l'article 8, la monnaie de papier supplémentaire mise en circulation, est complètement couverte, puisqu'elle est destinée précisément à l'achat d'or ou de change, c'est-à-dire d'or à l'étranger, d'une quantité égale, l'achat se faisant obligatoirement au pair ou au-dessous du pair. De cette façon l'or et le change achetés arrivent à couvrir complètement les billets émis. D'un autre côté, toute vente postérieure de change sur l'étranger, c'est-à-dire toute diminution de la réserve en or, entraîne en même temps et par le même acte, la

---

grec et que, par conséquent, l'analyse des avantages de la loi Γ X M B au point de vue de ces deux facteurs, devient tout-à-fait superflue. Une pareille manière de voir ne serait pas juste, car une situation défavorable au point de vue de l'un de ces deux facteurs, pouvant aller jusqu'à compromettre gravement l'équilibre de la balance des comptes, aurait pu rendre l'action des réserves de change insuffisante et la continuation du fonctionnement du système problématique. Les explications que nous donnerons à la fin de la présente section, contribueront à éclaircir ces considérations.

diminution de la circulation d'une somme égale, et même un peu supérieure, puisque le prix de vente dépasse quelque peu le pair. Effectivement, par suite de cette vente, des billets d'une somme égale retournent dans les caisses de la banque.

Le mécanisme de cette combinaison se dégage suffisamment de l'exposé du paragraphe précédent sans qu'il soit besoin d'y insister davantage. Les lignes ci-dessus contiennent cependant une affirmation essentielle, laquelle nécessite un éclaircissement, d'autant plus qu'elle servira souvent de base à nos explications ultérieures. Il s'agit de l'affirmation d'après laquelle le change acheté par la Banque représente toujours de l'or à l'étranger.

Ainsi qu'il ressort indubitablement, à notre avis, des dispositions de l'article 8 § *a*) de la loi de 1910 (1), les devises achetées au moyen de billets émis en vertu de cet article, doivent toujours être tirées sur des pays dont la monnaie se trouve à la parité de l'or (2) ; donc

---

(1) Les dispositions de l'article 8 citées ci-après, ne peuvent laisser aucun doute : « ... la dite Banque sera tenue de revendre ...le change au prix de lepta 100 et 50 centièmes du lepton, le franc sur Paris et proportionnellement, *sur la base du pair*, le change sur les autres pays... » ou encore : « ... les billets de banque émis dans le but ci-dessus, ainsi que l'or et le change achetés, seront portés sur des comptes spéciaux au passif et à l'actif de la Banque Nationale, *et devront se balancer*, *le change et l'or étant évalués au pair...* » Voir pages 56-57.

(2) Inversement, on ne pourrait, en se basant sur les dispositions de la loi de 1910, exiger de la Banque Nationale la livraison d'une traite sur un pays que pour autant que son change se trouverait au pair, puisque, s'il en était autrement, la Banque n'aurait pas pu y avoir des disponibilités constituées en vertu de cette loi.

les disponibilités de change constituées en vertu de la loi ci-dessus, doivent toujours consister en monnaies représentant le pair absolu et, par conséquent, convertibles à tout instant en monnaies métalliques (1). Cette précaution de la loi (2), tandis qu'elle donne à ses dis-

---

(1) S'il s'agit de pays à circulation métallique et à cours légal, la possibilité immédiate de conversion en or des disponibilités qui y sont déposées ou de leur équivalent en billets, est évidente. Cependant, la lettre de la loi n'empêche pas la constitution de réserves de change même dans les pays se trouvant officiellement sous le régime du cours forcé, pourvu que la valeur de leur monnaie de papier soit fixée au pair. Dans ce cas, la conversion en or des disponibilités déposées dans cette catégorie de pays, pourrait paraître problématique. Néanmoins, il saute aux yeux que, du moment que le change de ces pays est au pair, la Banque Nationale peut toujours, sans aucune difficulté ou perte, en retirer ses disponibilités pour les transférer dans un pays à circulation métallique, et dès lors, leur conversion en or devient possible.

(2) Il faut signaler qu'il existe au point de vue du sens de la loi Γ X M B, une manière de voir différente, d'après laquelle le législateur de 1910 n'a jamais pensé prendre cette précaution et n'a point voulu, par les phrases que nous venons de relater, interdire à la Banque Nationale d'acheter et de vendre du change conformément au système qu'il introduisait, sur un pays à monnaie dépréciée, cette dernière n'ayant qu'à se conformer pour ce genre d'opérations aux cours des marchés étrangers, c'est-à-dire aux cours de la monnaie en question par rapport à celles représentant le pair.

Nous ne croyons pas que la lettre de l'article 8, qui nous semble très claire, laisse place à une interprétation différente de celle que nous donnons dans le texte, interprétation qui est d'ailleurs conforme à l'opinion de *S. Ex. M. L. Coromilas*, le si distingué homme d'Etat, économiste et diplomate grec, opinion qu'il a bien voulu nous permettre de relater dans le présent ouvrage.

Il est vrai que cette interprétation rigide de la loi de 1910, n'est pas toujours facilement applicable dans la pratique et est

ponibilités le caractère d'une véritable réserve métallique (1), ne diminue en rien les avantages pratiques de son système (2). Il n'y avait, en effet, aucune raison plausible pour que la Banque Nationale, dans le but de satisfaire aux demandes de change sur n'importe quel pays, en possède des réserves même dans les pays à monnaie dépréciée (3), étant donné que les transactions internationales entre deux pays, n'importe lesquels, peuvent très bien se régler et se règlent habituellement,

---

capable de constituer, en cas de circonstances exceptionnelles, une entrave sérieuse à la large application de cette loi. Ces difficultés se sont d'ailleurs présentées effectivement en 1915, époque à laquelle la divergence d'opinion que nous venons de signaler et qui n'avait pas eu l'occasion de se manifester jusque-là, est apparue. Mais ce n'est pas une raison parce que ces inconvénients existent, quoique compensés par des avantages autrement importants que nous indiquons dans le texte, de donner une interprétation inexacte à la loi F X M B, notre but ici étant d'en indiquer aussi bien les qualités que les défauts.

Cette question nous retiendra de nouveau dans la partie suivante, dans laquelle il s'agira d'étudier le système de la loi de 1910 dans son application.

(1) Et par là, d'une couverture en or absolue des billets émis pour le compte de la loi en question.

(2) Cette combinaison comporte cependant certains inconvénients et entraîne certains dangers lesquels, pour être très éloignés, n'en sont pas moins réels. Nous ne manquerons pas de les indiquer dans la dernière section du présent chapitre.

(3) Naturellement, la Banque Nationale avait toujours le droit en vertu du décret royal du 9 mars 1897 (voir page 47, note 1), d'acheter et de vendre du change sur n'importe quel pays et de spéculer sur les cours. Seulement, ces opérations qui rentrent dans le cadre des affaires d'une banque quelconque, ne doivent pas être effectuées au moyen de billets émis en vertu de la loi de 1910 et ne peuvent, par conséquent, avoir aucun rapport avec le fonctionnement de cette loi.

par l'intermédiaire d'une troisième monnaie (1) et, principalement, la livre sterling (2).

Malgré ces explications, certains économistes pourraient émettre l'opinion qu'une couverture constituée en réserves de change à l'étranger, qu'elles soient ou non convertibles en or, ne peut et ne doit être considérée comme une vraie encaisse métallique. Ils pourraient ajouter que le marché grec étant presque complètement dépourvu de monnaies métalliques et ne devant probablement pas aller revendre le peu qu'il en aurait à la Banque Nationale à un prix inférieur ou même égal au pair (3), il y avait à prévoir, et cela n'a pas manqué de se produire, que la presque totalité des émissions de la Banque Nationale, basées sur la loi Γ X M B, n'auraient lieu que pour l'achat de change sur l'étranger. Dans ces conditions, l'or déposé dans les caisses de la Banque, qui constituerait la seule véritable couverture métallique de ces nouveaux billets, se bornerait à une somme insignifiante.

---

(1) Il ne faut pas, d'ailleurs, perdre de vue qu'au moment de la promulgation de la loi de 1910, et d'une façon générale avant le bouleversement actuel des changes, provoqué par la guerre, la presque totalité des principales Puissances et des autres pays avec lesquels la Grèce se trouvait en relations économiques, s'ils n'étaient pas sous le régime du cours légal, ils jouissaient cependant, d'un change fixé généralement au pair (Autriche, Italie). Le champ d'action de la loi Γ X M B, ne pouvait donc subir de fait, en temps normal, presqu'aucun rétrécissement, par suite de la disposition dont il s'agit.

(2) Nous esquisserons plus loin le rôle de la place de Londres, dans le règlement des échanges internationaux.

(3) Puisque l'article 8 dit que la Banque Nationale est autorisée à émettre des billets : « dans le but spécial d'achat d'or et de change *au pair au maximum* ». Voir pages 56-57.

La remarque serait juste ; seulement, est-il vraiment nécessaire que la couverture d'une circulation de papier, se trouvant d'ailleurs sous le régime du cours forcé, consiste en métal effectif ? Dans les pages précédentes, après avoir soutenu que, dans le cas où les autres facteurs qui déterminent les cours du change dans un pays lui sont favorables, l'effet de l'encaisse métallique sur la confiance du public envers la monnaie légale du pays est tout-à-fait secondaire, nous avons indiqué que cette encaisse ne pouvait, en somme, intéresser le public d'un pays à cours forcé, que sous deux points de vue : celui du pouvoir de la Banque d'émission pour le maintien des changes, et celui du retour plus prochain du remboursement des billets (1).

Quant au premier point de vue, les dépôts de change à l'étranger peuvent servir aussi bien et même plus avantageusement que l'existence d'une encaisse métallique dans les caves de la banque, au maintien des cours du change, par la faculté qu'ils donnent de redressement de l'équilibre de la balance des comptes (2). Par conséquent, en ce qui concerne la confiance que la couverture des billets circulant dans le pays peut inspirer, et les effets de cette confiance sur les cours du change (chose qui nous préoccupe en ce moment) (3), l'exis-

---

(1) Voir pages 76-77.

(2) Nous avons suffisamment expliqué plus haut, le fonctionnement du mécanisme introduit par la loi de 1910, et ses effets sur le maintien du change au pair, pour n'avoir pas besoin de prouver ici l'exactitude de notre assertion. Voir pages 108-114.

(3) Car dans le cas où la couverture dont il s'agit est effectivement employée pour obtenir le maintien des changes au pair, ce maintien est le résultat, non plus de la confiance du public en la

tence d'une encaisse métallique proprement dite ne peut avoir aucune importance.

En ce qui concerne le point de vue de la possibilité du retour prochain au cours légal, ainsi qu'il ressort clairement des explications que nous avons déjà données sur le système introduit par la loi Γ X M B, l'intérêt du public à un prochain remboursement de ses billets est devenu, depuis 1910, d'une importance tellement secondaire (1), que l'absence d'une importante encaisse métallique dans les caisses de la Banque Nationale, ne pouvait en rien influencer sa confiance sur la valeur de la drachme et agir par là sur ses cours (2). D'ailleurs, même si le public pouvait encore envisager le retour au cours légal, l'existence d'une couverture de change sur l'étranger à la place d'une encaisse métallique proprement dite, loin de pouvoir éloigner cette perspective, était au contraire de nature à la rapprocher, soit directement, en permettant une transformation facile des dépôts de change à l'étranger en monnaie métallique dans les caisses de la banque (3), soit indirectement, en servant à la fixité du change au pair, condition *sine qua*

---

monnaie de papier du pays, mais de quelque chose de beaucoup plus important pour la fixation des cours du change, à savoir, la sauvegarde de l'équilibre de la balance des comptes.

(1) Voir aussi page 76, note 2.

(2) La preuve en est que, bien que depuis 1910, la banque ait constitué une certaine réserve en or effectif en vertu de la disposition relative de la loi Γ X M B, qui était conformément à cette loi, à la disposition du public, celui-ci n'a montré aucun empressement à aller échanger ses billets contre du métal.

(3) Quoique conformément aux statuts de la Banque Nationale, celle-ci a le droit, même sous le régime du cours légal, de conserver une partie de son encaisse métallique sous forme de dépôts à l'étranger. Voir page 32.

*non* du renforcement de l'encaisse métallique de la banque d'émission. Cette question du cours légal sera étudiée plus complètement dans la section suivante.

En dehors de la couverture, il y a aussi, comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, une autre circonstance dont l'influence est décisive sur la confiance que la monnaie légale du pays peut inspirer, à savoir la quantité de cette monnaie par rapport aux besoins monétaires réels du pays. Cependant, si nous arrivons à prouver que le nouveau régime d'émission était de nature à assurer le maintien constant du rapport ci-dessus et, par conséquent, de la valeur de la drachme au pair, il s'ensuivra, à plus forte raison, qu'avec le système de la loi de 1910, tout danger d'ébranlement de la confiance dans la drachme-papier, par suite de l'augmentation de sa quantité, est écarté. Passons donc directement au facteur valeur.

### § 3. — *Fixité de la valeur de la drachme, le rapport de sa quantité avec les besoins des échanges étant automatiquement assuré.*

Le question de la valeur d'une monnaie étant essentiellement une question d'équilibre entre sa quantité et les besoins monétaires du marché, il suffit de démontrer ici que le système de la loi ΓΧΜΒ assure cet équilibre, pour en déduire que le facteur valeur ne pouvait plus exercer, grâce à ce système, aucune influence sur les cours du change de la drachme.

En effet, la proportion entre l'émission supplémentaire des billets et les nécessités en instruments de circulation est, grâce à l'article 8, presque complètement garantie, et cela d'une manière automatique. Car, la mise

en circulation de nouveaux billets de banque dépend de l'abondance du change présenté pour être vendu, ou plutôt, de l'excédent de celui-ci sur le change demandé. Mais cette abondance dépend, à son tour, du mouvement du marché en général, lequel, a d'autant plus besoin de billets qu'il est plus important. Et d'un autre côté, l'excédent de l'offre sur la demande de change est en rapport avec l'augmentation de l'épargne dans l'économie nationale, laquelle crée, en raison directe de son accroissement, de nouveaux besoins d'instruments de circulation.

On pourrait opposer à ces explications, que l'émission d'une lettre de change ne représente pas toujours une opération découlant de l'activité du marché et que la supériorité de l'offre sur la demande de change ne signifie pas toujours un accroissement de l'épargne nationale. L'objection serait soutenable. Seulement si on essaye d'énumérer les différents cas qui peuvent se trouver à l'origine d'une offre de change sur le marché, on voit que, s'ils ne sont pas le résultat d'une production plus intense, et de transactions plus considérables, ils en deviennent presque toujours la cause dans un marché sain et actif et dans un pays ayant soif de capitaux pour développer sa production et mettre en valeur ses richesses naturelles (1).

---

(1) En somme, que peut représenter une traite offerte sur la place d'Athènes ?

1° Un acte commercial correspondant (vente de produits du pays à l'étranger, etc...). Dans ce cas, il n'y a pas de doute possible que la multiplication de ce genre de traites représente un accroissement, non seulement du mouvement des affaires, mais aussi de la richesse nationale ; et que l'accroissement de la cir-

Ainsi, la circulation représentant presque toujours les vrais disponibilités du pays, la crainte pour la Grèce, que l'émission abondante de nouveaux billets aurait pu dépasser les besoins des échanges et, par conséquent,

---

culation qui en résulte, est le résultat d'une production plus considérable.

2° Mais passons au cas où cette traite n'est pas le résultat d'une vente de marchandises produites dans le pays. Afin de mieux comprendre ce deuxième cas, essayons d'indiquer les différentes opérations que la traite en question peut représenter :

*a*) L'entrée de l'épargne nationale (épargne-créatrice ou épargne-réserve), pour être placée à l'intérieur du pays (ventes de titres étrangers, transferts de profits réalisés à l'étranger, etc...) Quel que soit l'emploi auquel cet argent nouveau est destiné, il ne peut qu'entraîner une nouvelle activité du marché. S'il est employé pour créer de nouvelles entreprises, le mouvement d'affaires qui en résultera est évident. S'il est déposé dans une banque, il sera employé par cette dernière pour fournir du crédit à bon compte au commerce, et le résultat sera le même. S'il est dépensé, il augmentera la demande de marchandises et de services de toutes sortes sur le marché, dont l'activité sera ainsi stimulée par la hausse, si minime soit-elle, des prix qui en résulteraient. Enfin, s'il est employé à l'achat en bourse d'actions ou d'obligations déjà existantes, il rendra disponible une somme équivalente d'argent, laquelle à son tour, sera utilisée d'une des manières que nous venons d'indiquer.

*b*) Le placement de capitaux étrangers à l'intérieur du pays (création de nouvelles entreprises, achat de titres déjà existants, etc...). Le résultat sera toujours le même et cela pour des raisons identiques à celles du cas précédent.

*c*) La réalisation, par l'Etat, d'un emprunt extérieur dont le produit est destiné à l'intérieur du pays. Que l'emploi de cet emprunt consiste en dépenses de consommation ou en travaux productifs, ses effets seront encore semblables, c'est-à-dire : une demande plus importante de marchandises ou de services sur le marché et, par conséquent, un accroissement de l'activité de ce dernier.

Inutile de citer d'autres opérations de ce genre. Il ressort clai-

provoquer la baisse de la valeur de la drachme, est éloignée autant que possible.

Supposons cependant que, contre toute attente, cette éventualité se présente et qu'une circulation abusive, par suite des circonstances que nous venons d'examiner,

---

rement de ce qui vient d'être dit, que les nouveaux billets de banque mis en circulation par suite de la vente de traites représentant les opérations de cette deuxième catégorie, sont toujours destinés à accroître le mouvement des affaires, soit directement, quand ils sont employés à de nouvelles entreprises et à l'augmentation de la production en général, soit indirectement, quand ils servent à accroître la demande de marchandises.

On pourrait dire que, dans ce dernier cas, l'accroissement de la demande de marchandises ne sert pas seulement à stimuler la production nationale, mais aussi à accroître l'importation de produits étrangers, et que, une activité du marché dans ce sens n'est pas de celles qu'on peut souhaiter à un pays. Mais dans cette dernière éventualité, en ce qui concerne la Grèce, le remède se trouvera dans le mal car, grâce au système de la loi de 1910, toute importation de marchandises va se traduire par un achat de change auprès de la Banque Nationale, et par conséquent, par une diminution correspondante de la circulation.

3° Enfin, l'émission et la vente d'une traite sur l'étranger auprès de la Banque Nationale, peut n'être que le résultat d'une simple spéculation sur le cours prochain présumé du change, ou sur celui existant simultanément sur un autre marché (arbitrage).

Tout d'abord, grâce au système de la loi Γ X M B, le champ d'action de la spéculation sur le change est extrêmement réduit puisque, en vertu de l'article 8, le prix d'achat et de vente du change, est constamment fixé à des cours s'écartant à peine du pair. Ensuite, pour que l'opération de spéculation s'accomplisse, il faudra tôt ou tard, réexpédier à l'étranger l'argent entré dans la circulation du pays, de la façon que nous venons de voir. Conséquemment, toute émission abusive de billets de ce chef est presque complètement écartée.

On reprendra ces idées dans le texte sous un point de vue un peu différent.

provoque la baisse de la valeur ou du pouvoir d'achat de la drachme. Comment cette baisse pourrait-elle se manifester ? — De deux façons : par une baisse du change grec sur les places étrangères, et par une hausse générale des prix sur le marché grec. Mais grâce au système grec, la moindre manifestation dans le sens de l'un des deux mouvements ci-dessus, va déclencher immédiatement et automatiquement un mouvement contraire, qui ne tardera pas à faire revenir le change au pair et à faire rentrer la circulation des billets dans les limites strictement nécessaires aux besoins des échanges.

C'est ainsi que, s'il se produit une baisse des cours de la drachme à l'étranger, cette baisse ne pourra pas avoir, comme il arrive toujours, pour contre-partie, une hausse des changes étrangers en Grèce, étant donné que la Banque Nationale sera toujours tenue, en vertu de l'article 8, à fournir du change sur l'étranger à un prix presque égal au pair (1). Dans ces conditions, il se présenterait une occasion unique pour les arbitragistes, d'acheter, par exemple, des francs à Athènes et de les envoyer à Paris, pour y acheter des drachmes et les renvoyer en Grèce. Et ce mouvement ne tardera pas, en augmentant la demande de la drachme sur la place de Paris, à faire revenir son cours au pair (2).

---

(1) Cette obligation de la Banque Nationale dure tant qu'elle a des dépôts de change à l'étranger, constitués en vertu de la loi Γ Χ Μ Β. Dans le cas qui nous préoccupe en ce moment, ces dépôts seront forcément considérables, puisque nous supposons l'existence dans le pays d'une circulation abusive.

(2) Il amènera, en même temps, une certaine diminution de la circulation par le retrait de tous les billets de banque qui seront employés à cette opération d'arbitrage, puisque jusqu'à ce

Quant au mouvement possible d'une hausse des prix en Grèce, cette éventualité va, soit stimuler l'activité du pays vers une production plus intense, circonstance qui tend à contrebalancer l'abondance de la monnaie circulante, soit pousser, ce qui est beaucoup plus probable, vers un accroissement des importations, d'autant plus que les cours des monnaies étrangères resteront toujours, grâce à l'article 8, au pair. Mais le mouvement de sortie de capitaux qui en résultera, lequel se traduira en achats de traites auprès de la Banque Nationale, entraînera forcément une importante diminution de la circulation : et cette diminution, concurremment avec le jeu de la loi de l'offre et de la demande, ne tardera pas à faire baisser les prix à leur niveau normal, et le montant de la circulation, qui fut la première cause du mouvement, au niveau des besoins du marché (1).

---

que tout ce mouvement s'accomplisse, les billets ayant servi à l'achat de traites sur l'étranger, resteront dans les caisses de la banque.

(1) Si on voulait être complet dans cet exposé, il faudrait peut-être envisager aussi le cas où les phénomènes d'une inflation monétaire que nous avons indiqués dans le texte, pourraient se produire successivement et sans arrêt. Cette éventualité est sans doute, après les explications que nous venons de donner, presque impossible. Mais si elle se produisait quand même, par suite de perturbations profondes dans l'ensemble de l'état économique du pays (stagnation des affaires, diminution de la production, etc...), qu'adviendrait-il ?

— Dans un pareil cas, l'Etat aurait à sa disposition un nouveau remède radical qu'il irait encore chercher dans la loi Γ X M B. En effet, en vertu du dernier alinéa du § *a*) de l'article 8 de cette loi, la somme jusqu'à concurrence de laquelle la banque a le droit de procéder à une émission de billets supplémentaire, est fixée par voie de convention (voir pages 56-57). Par conséquent, l'Etat n'aurait qu'à ne plus permettre à la banque de procéder à de nouvelles émissions pour le compte

### § 4. — *Considérations sur la politique adoptée par la loi* Γ Χ Μ Β *pour obtenir la stabilité du change au pair.*

Après ces explications, il ne peut plus y avoir de doute possible sur le fait que l'article 8 a assuré d'une manière ingénieuse et garante de succès le maintien des cours du change aux environs du pair. Il nous reste cependant à étudier, une fois les principaux traits du système grec de règlementation du change tracés, quel a été l'esprit dominant et les considérations pra-

de la loi de 1910. Cette solution aurait certainement l'avantage d'arrêter définitivement le mouvement tendant à instaurer d'une façon permanente les effets d'une inflation monétaire dans le pays. Néanmoins, elle aurait en même temps, nécessairement, l'énorme inconvénient d'arrêter partiellement le fonctionnement du système de la loi Γ Χ Μ Β, et cela, en ce qui concerne précisément ses effets sur la réglementation du change. Car la Banque Nationale, n'étant plus obligée à acheter au moyen de nouveaux billets le change présenté chez elle au pair, elle ne consentirait à cet achat qu'à un prix sensiblement au-dessous du pair (vu l'offre de change sur le marché, supposition qui est à la base de toutes ces réflexions). Cela entraînerait une baisse des changes étrangers sur la plage d'Athènes, circonstance qui amènerait à son tour, d'une part, l'arrêt des importations de capitaux, et d'autre part, un accroissement des importations de marchandises. Le résultat de ce remède radical serait alors le retour, non seulement de la circulation mais aussi du change à leur état normal, ce qui permettrait de nouveau, la reprise intégrale du fonctionnement du système de l'article 8.

Ces réflexions ne démontrent-elles pas, une fois de plus, l'action réparatrice salutaire des fluctuations du change sur elles-mêmes, et ne font-elles pas entrevoir qu'une rigueur moindre dans la fixation des cours du change par le système Γ Χ Μ Β, pourrait le rendre plus parfait ? Il s'agit là d'une idée que nous soutiendrons à la fin de cet ouvrage.

tiques, qui ont amené la Grèce à concevoir et appliquer un pareil système.

Dès que le change grec fut revenu au pair, quelle pouvait être la politique que la Grèce avait à adopter pour assurer dans l'avenir la stabilité des cours de sa monnaie nationale ?

Se désintéresser complètement et laisser à l'initiative des particuliers, stimulée par une certaine hausse du change, le soin de rétablir la balance des comptes momentanément troublée (1) ? — Il ne fallait pas y songer, d'autant moins que, par suite de la situation du marché monétaire grec, ces particuliers n'eussent jamais été en mesure de combler le déficit éventuel de la balance des paiements, par l'obtention de nouvelles créances à l'étranger et eussent été amenés à y réexpédier tout l'or qu'une situation des changes favorable aurait pu contribuer à accumuler dans le pays. Or, tous les pays, même les plus puissants, protègeant et conservant précieusement leur stock métallique, il eût été absurde que la Grèce, ayant toujours à se prémunir contre un retour persistant d'une balance défavorable et visant à un retour prochain au cours légal, ne profitât pas d'une occasion unique pour se constituer une réserve d'or précieuse et laissât ainsi son or fuir à l'étranger. Il lui fallait donc, adopter une politique ayant comme but le maintien des changes au pair sans exportation d'or effectif.

---

(1) Quant aux deux autres facteurs du change, l'Etat aurait naturellement toujours à veiller à ce que le montant de la circulation fiduciaire à cours forcé soit en rapport avec la situation économique du pays, de sorte que, l'équilibre de la balance des comptes rétabli, le change puisse toujours revenir au pair.

Pour cela, la Grèce avait devant elle l'exemple des autres pays, lesquels arrivent par des systèmes ingénieux à protéger leur réserve métallique respective. Mais ces systèmes étaient-ils applicables en Grèce?

On aurait pu penser, de prime abord, que la Grèce, faisant partie de l'Union Latine, devrait adopter le procédé dont la Banque de France s'était servie jusqu'à 1906, c'est-à-dire celui de la prime de l'or. La Banque Nationale après avoir accumulé dans ses caisses la plus grande quantité possible des réserves en or du pays (1), ne livrerait aux particuliers ayant des paiements à faire à l'étranger, que des écus d'argent (2). Néanmoins, le stock d'argent de la Banque Nationale devant être toujours assez limité (3), les écus seraient vite absorbés par les autres pays de l'Union Latine et la Banque Na-

(1) Les particuliers s'y prêteraient volontiers, comme l'expérience l'a prouvé.

(2) En dehors de cette mesure, la Banque de France se servait aussi d'autres procédés pour établir par des moyens détournés (la France se trouvant sous le régime du cours légal), une prime sur les demandes d'or : *a*) quand on lui demandait de l'or étranger ou de l'or en lingot, elle prélevait (comme elle en avait le droit) une certaine prime ; *b*) quand on lui demandait de l'or français, elle fournissait des pièces un peu usagées, ce qui revenait à un léger renchérissement des expéditions d'or. Là il ne s'agit que d'expédients secondaires, dont la Banque de France se servait concurremment avec l'élévation du taux de l'escompte (sur lequel nous allons nous expliquer), et qu'elle a d'ailleurs, abandonnés depuis.

(3) Cette affirmation est confirmée par les tableaux sur l'encaisse métallique de la Banque Nationale, que nous reproduirons plus loin. La situation de la Banque de France n'était pas la même, puisqu'elle possédait un grand stock d'argent et qu'elle se trouvait en présence d'une circulation d'argent très étendue dans le pays.

tionale serait tôt ou tard amenée à puiser dans son encaisse or (1).

Mais, dira-t-on, pourquoi recourir à de pareils procédés et ne pas appliquer en Grèce le principal système propre à obtenir une stabilité des changes et une protection de l'encaisse métallique, à savoir celui, généralement adopté, de l'élévation du taux de l'escompte de la part de la Banque d'émission (2). C'est le système de la Banque d'Angleterre (3), qui a été suivi avec le plus

(1) On dira que, la Grèce se trouvant toujours sous le régime du cours forcé, la Banque Nationale n'était nullement tenue à échanger ses billets contre de l'or. Cette observation est exacte. Seulement, si cette Banque ne cédait pas son or pour être expédié à l'étranger, les fluctuations du change auraient réapparues et c'est ce qu'il s'agissait précisément d'éviter ; et si elle ne cédait son or qu'avec une certaine prime établie officiellement, cela aurait équivalu à une stabilisation du change au-dessus du pair, sur les inconvénients de laquelle nous n'avons pas à revenir ici. Voir pages 42-46.

(2) Mesure que les autres établissements de crédit sont poussés à suivre. S'ils ne le font pas, les différentes banques d'émission arrivent généralement à les y obliger, en usant de divers procédés, par exemple : vente de bons du Trésor ou d'autres titres gouvernementaux (Banque d'Angleterre, Reichbank), ce qui draine et, par là, diminue les ressources des autres banques.

(3) Voici, en résumé, le mécanisme par lequel l'élévation du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre joue un rôle capital pour le redressement de la balance des comptes et par conséquent du change, ainsi que pour la protection de l'encaisse métallique du pays. Cette mesure, qui a nécessairement une répercussion directe sur le taux commercial, a comme conséquence immédiate, d'une part le maintien des fonds disponibles dans le pays par suite de la limitation des crédits et de la cherté de l'argent, et d'autre part, l'afflux de nouveaux capitaux de l'étranger en quête de placements avantageux. Ce double mouvement ne tarde pas à rétablir l'équilibre de la balance des paiements, d'autant plus que la hausse du taux officiel amène

grand succès par la plupart des autres banques d'émission. Or, comme nous l'avons laissé entrevoir plus haut, par suite de l'isolement du marché grec des centres monétaires mondiaux, même une élévation marquée du taux de l'escompte de la Banque Nationale, n'aurait jamais pu déclencher un courant suffisamment important d'or vers la Grèce (1).

L'obtention de crédits à l'étranger, dans le but de rétablir les cours du change, étant exclue, il ne restait donc plus comme moyen capable d'atteindre ce but, sans nécessiter des sorties d'or effectif, que la formation de grandes disponibilités d'or à l'étranger et de traites sur l'étranger, politique adoptée par la Banque d'Autriche-Hongrie (2) et subsidiairement la Banque

aussi d'autres conséquences secondaires de nature à faciliter le retour à cet équilibre. Ainsi, la cherté de l'argent provoque une diminution de la consommation et, conséquemment, des importations ; une baisse des prix et, par là, un accroissement des exportations. Les résultats ci-dessus sont d'autant plus importante que la cherté de l'argent provoque une offre plus abondante de marchandises sur le marché (leurs détenteurs étant pressés de rembourser leurs dettes, contractées pour l'acquisition de ces marchandises) et une restriction des nouvelles commandes à l'étranger (le crédit commercial étant trop onéreux et enlevant une grande partie des profits). Le résultat final est toujours le même, à savoir le retour du change au pair, presque sans aucune exportation d'or effectif.

(1) Ce qui est tout naturel pour l'Angleterre, principale productrice d'or et centre monétaire mondial, ce qui est encore possible pour la France ou l'Allemagne, pays possédant une circulation métallique et un réseau puissant de crédits internationaux, n'était nullement praticable en Grèce, où régnait le cours forcé et qui se trouvait presque dépourvue de banques ou autres établissements jouissant d'un crédit dépassant les limites du pays.

(2) Devant une situation économique et monétaire difficile de l'Autriche-Hongrie, par suite d'un commerce extérieur défavo-

de Belgique et la Reichsbank. C'est ce que la Banque Nationale a compris. Aussi, avant même la promulgation de la loi de 1910, elle a concentré tous ses efforts pour accroître ses disponibilités à l'étranger (1). Seulement les limites étroites dans lesquelles son émission était enfermée, ne lui permettaient pas de développer cette politique et de profiter de la situation favorable du change depuis 1910, pour atteindre ce but (2). Il était donc de toute nécessité d'élargir la marge des émissions

---

rable, d'un régime de cours forcé, d'une difficulté d'obtention de crédits à l'étranger, enfin d'une réserve métallique insignifiante, la Banque d'Autriche-Hongrie a été amenée à employer une politique particulière, destinée à corriger les cours du change, sans exportation d'or effectif. Elle s'est mise à acheter des lettres de change sur l'étranger, contre des billets (étant donné que leur couverture est fixée aux 2/5 seulement de la circulation et que dans cette couverture, sont comprises les traites sur l'étranger, payables en or) et à en faire une provision. Lorsque le change s'élevait trop sensiblement à Vienne, la Banque puisant dans son stock de change, arrivait à répondre à la demande de change et à arrêter ainsi le mouvement de hausse. C'est la raison pour laquelle le change austro-hongrois est toujours resté, avant la guerre, à un niveau normal, malgré le cours forcé.

Constatons à cette occasion, que le système de la loi F X M B se rapproche beaucoup du système autrichien, il est cependant bien plus complet et solide dans sa constitution, grâce à une couverture intégrale des billets émis, au rapport existant entre le montant de ces billets et la situation de la balance des comptes, et par là, à son pouvoir de maintenir constamment le change au pair, sans attendre qu'il se produise un certain écart pour intervenir.

(1) Voir page 99.

(2) Voir le tableau de la page 106, dans lequel la circulation effective pour le compte de la Banque Nationale, en 1909, n'était inférieure au maximum que de 2 millions de drachmes, tandis que celle de la Banque Ionienne ne l'était que de 800.000 drachmes à peine.

de la Banque Nationale, tout en lui imposant de se servir de sa circulation supplémentaire pour accroître ses disponibilités à l'étranger et pour assurer ainsi l'équilibre constant de la balance des comptes de la Grèce.

C'est ce que l'article 8 de la loi de 1910 a fait, par la combinaison ingénieuse que nous venons d'analyser. Cette combinaison ne se contentant pas seulement de consacrer officiellement une politique de réserves de change à l'étranger, elle est allée jusqu'à créer un véritable système de réglementation du change beaucoup plus complet et solide.

Evidemment, la simple constitution d'un stock de change important, aurait pu suffire, en principe, pour arriver à obtenir une balance des comptes constamment en équilibre et, par conséquent, une stabilite du change au pair. Néanmoins, une pareille situation ayant un caractère purement artificiel, serait trop susceptible de subir l'influence des modifications toujours possibles des conditions économiques du pays, et de s'écrouler. Ainsi, un déséquilibre prolongé de la balance des comptes, un fléchissement sensible de la confiance en la drachme-papier, ou une baisse manifeste de sa valeur par suite d'une nouvelle inflation monétaire, constituaient autant d'éventualités capables d'épuiser la force de résistance qu'une simple politique de réserves de change aurait mise à la disposition de la Banque Nationale et de réduire cette politique à l'impuissance complète.

Le législateur grec est arrivé à corriger cette faiblesse (1), en complétant sa réforme par l'introduction

---

(1) Sciemment ou non. Voir nos réflexions sur la discussion relative, dans les pages 61-65.

d'un système de couverture totale de la circulation supplémentaire de billets et de fixation constante du montant de cette circulation en rapport avec les besoins des échanges, système qui, par suite de la relation étroite qu'il établissait entre l'importance de la circulation et la situation de la balance des comptes du pays, comportait en lui-même la force de redressement de cette balance, et dont nous avons essayé d'analyser les lignes principales dans les pages précédentes (1). Comme on a pu le voir, il ne s'agit pas seulement d'un régime nouveau de réglementation de change, mais aussi d'une réforme profonde du système de circulation fiduciaire de la Grèce. L'analyse de l'article 8 de la loi ΓΧΜΒ à ce dernier point de vue, demande à être complétée dans une nouvelle section.

SECTION II

## Les avantages du régime de la nouvelle loi en tant que système de circulation.

### § 1. — *Elasticité de la circulation fiduciaire.*

Indépendamment de la question du change, le régime introduit par la loi de 1910, contient d'autres avantages

---

(1) Il ne faut pas croire, cependant, que la Grèce soit le seul pays à posséder une pareille organisation. Plusieurs systèmes de circulation et de réglementation de change, analogues à celui de la loi grecque de 1910, fonctionnent actuellement dans nombre de pays en proie à des malaises monétaires et plus particulière-

évidents, puisqu'il a pu résoudre ou poser les bases de solution d'autres problèmes concernant la circulation fiduciaire de la Grèce.

Il a commencé par combler, comme nous l'avons déjà indiqué, le manque d'instruments de circulation sur le marché, manque qui, s'il fût allé en s'accentuant, aurait pu avoir de très graves conséquences pour l'économie nationale.

Et ce n'est pas là son seul avantage, car il a en même temps doté, chose plus importante encore, le système monétaire du pays de l'élasticité indispensable dont il était jusqu'ici dépourvu (1) comme, d'ailleurs, la plupart des pays à circulation fiduciaire à cours forcé (2),

---

ment parmi les Républiques de l'Amérique du Sud. Quand nous aurons résumé les principaux traits de quelques-uns de ces systèmes, leur comparaison avec celui de la loi Γ X M B, démontrera la supériorité de ce dernier.

(1) Surtout pendant les dernières années qui précédèrent le vote de la loi de 1910, puisque la quantité des billets en circulation pour le compte des banques était, presque en permanence, à peine inférieure au maximum autorisé, et cela par suite des besoins monétaires normaux toujours croissants du marché.

(2) Puisque la circulation de ces pays, qui constituent des marchés monétaires fermés, ne peut être alimentée par les courants monétaires internationaux et que sa multiplication est généralement soumise à de telles formalités qu'elle ne peut s'ajuster à temps aux nécessités extraordinaires d'argent liquide qui peuvent subitement surgir sur le marché. Aussi le seul moyen pour donner une certaine élasticité à la circulation d'un pays à cours forcé, ce n'est pas du tout l'accroissement de la circulation effective, mais l'existence d'une marge d'émission suffisante pour permettre, en cas de crise, la fourniture immédiate au public du numéraire dont il pourrait avoir besoin. Effectivement, l'accroissement du stock monétaire du papier-monnaie n'est qu'apparent, sa dépréciation réduisant vite son importance (voir pages 80, note 1). C'est ce qui explique le phénomène cu-

et qui est absolument nécessaire pour prévenir la panique et les catastrophes qu'une crise économique possible peut entraîner (1).

La question de l'élasticité d'un système monétaire doit être étudiée sous deux points de vue : celui de sa faculté de contraction, ce qui intéresse la question de la valeur de l'unité monétaire et vise le danger éventuel d'une inflation ; et celui de sa faculté de rétraction, ce qui concerne l'éventualité d'une crise et la force de résistance et de redressement que ce système comporte contre un pareil danger.

Le premier de ces deux points de vue a déjà été suffisamment étudié dans la section précédente au sujet de l'obtention, depuis 1910, d'une fixité constante de la

---

rieux, à première vue, que les pays à monnaie dépréciée souffrent, par suite des écarts violents du change, beaucoup plus souvent de crises résultant d'une insuffisance monétaire (baisse du change), que de celles résultant d'une inflation (hausse du change).

Dans le cas qui nous préoccupe ici, le manque d'élasticité de la circulation fiduciaire de la Grèce, ne saurait pas être corrigé par un nouvel accroissement de la circulation effective à cours forcé, mais plutôt par une élévation du maximum d'émission des banques. La loi Γ Χ Μ Β ne se contentant même pas de ce dernier procédé, a préféré introduire un régime d'émission tout-à-fait nouveau, possédant en lui la faculté d'élasticité à un rare degré.

(1) Nous n'avons pas à nous arrêter ici sur le phénomène des crises économiques qui constituent une des matières les plus intéressantes de l'Economie Politique. Contentons-nous de rappeler que toute crise économique générale se traduit par un besoin brusque de monnaie pour la circulation, et se termine d'autant plus vite que cette monnaie est plus rapidement et plus largement fournie.

valeur de la drachme (1). Il est à peine nécessaire d'indiquer ici que le mouvement, pour ainsi dire automatique, qui arrive, grâce au système Γ Χ Μ Β, à prémunir la circulation fiduciaire de la Grèce contre tout danger d'inflation, est aussi de nature à permettre un accroissement rapide et abondant de celle-là, dans le cas où une crise économique rendrait cet accroissement nécessaire. Donc, au lieu de revenir ici à l'analyse du mécanisme par lequel la loi de 1910 a pu assurer à la circulation de papier qu'elle a introduite, une élasticité remarquable, il suffit de signaler qu'en cas de crise, le pays (2) s'empressant de faire rentrer toutes les disponibilités qu'il pourrait avoir à l'étranger, provoquera nécessairement un mouvement d'entrée de capitaux, lequel (3) se traduira, en définitive, en vertu du système de la loi Γ Χ Μ Β, par un accroissement correspondant de la circulation fiduciaire (4).

---

(1) Voir pages 122-127. Cette étude devrait être plutôt placée dans cette section qui est consacrée plus particulièrement à l'analyse du système Γ Χ Μ Β comme système de circulation. Mais nous avons préféré ne pas séparer la question de l'inflation monétaire de celle du change, dont elle peut devenir le principal facteur.

(2) Qu'il s'agisse des particuliers, des banques, ou même du Gouvernement.

(3) Sans parler de ses effets heureux sur la balance des comptes, qui pourrait être affectée par la crise.

(4) Puisque les traites sur l'étranger tirées à cet effet, seront endossées au nom de la Banque Nationale, qui émettra, en échange, de nouveaux billets de banque. De cette façon, les disponibilités du pays à l'étranger se concentreront à la Banque Nationale et à l'actif du compte de la loi Γ Χ Μ Β, dont le passif sera en même temps accru par l'émission de nouveaux billets d'une somme égale.

Nous verrons plus loin la facilité avec laquelle la Banque

Mais, dira-t-on, le rôle du billet de banque est double, étant donné qu'il n'est pas seulement un instrument de paiement, mais aussi un instrument de crédit, et que c'est précisément ce besoin de crédit qui se manifeste de la façon la plus intense au moment d'une crise (1). Or, la circulation pour le compte de la loi Γ X M B étant purement représentative des réserves à l'étranger, ne peut nullement subvenir directement au besoin ci-dessus. Par conséquent, au point de vue du crédit, la question de l'insuffisance et du manque d'élasticité de la circulation fiduciaire de la Grèce resterait entière.

En effet, la seule partie de cette circulation destinée spécialement à subvenir aux besoins du commerce, de l'industrie et de l'agriculture, par l'escompte, par des prêts sur nantissement d'effets de commerce ou de marchandises et par des avances sur titres ou des avances agricoles, en d'autres termes, la circulation pour le compte des banques d'émission (2), continue à rester enfermée dans les limites étroites des lois du 4 novembre

---

Nationale a pu, grâce à la loi de 1910, faire face aux besoins d'argent liquide du marché, au moment de la déclaration de la guerre européenne.

(1) Par suite, justement, de la contraction du crédit fourni par les autres banques, qui en résulte.

(2) Il ne faut pas confondre la circulation des billets de la Banque Nationale pour son propre compte, avec celle des billets émis pour le compte de la loi Γ X M B. Quant à la circulation pour le compte de l'Etat, il est évident qu'elle est dépourvue de toute élasticité, malgré sa diminution régulière et par suite précisément de cette régularité. Ce manque d'élasticité est surtout la conséquence des dispositions sévères de l'article 30 de la loi du Contrôle, qui interdit toute nouvelle émission de billets de banque pour le compte de l'Etat. Voir page 26-27.

1885 (1). Or, étant donné que les maxima de cette loi étaient presque atteints, avant 1910, par la circulation effective des banques (2), il y aurait à penser que même après le vote de la loi Γ X M B, qui n'a aucun rapport avec cette partie de la circulation, cette dernière n'aurait pas la marge nécessaire pour permettre le développement des opérations que nous venons d'indiquer, et pour satisfaire aux besoins extraordinaires de crédit qui auraient pu surgir à un moment de crise.

Une pareille remarque ne serait pas complètement dénuée de fondement (3). Cependant, une étude plus approfondie de l'ensemble du système de circulation fiduciaire de la Grèce, tel qu'il a été complété par la loi Γ X M B, démontre que la promulgation de cette loi ne pouvait qu'apporter, contrairement à toute apparence, une solution indirecte au problème de rigidité de cette

---

(1) Voir pages 24 note 3 et 29-31.

(2) Voir tableau page 106 et page 133.

(3) Il est bien entendu que le seul moyen radical pour mettre définitivement fin à l'inconvénient dont il s'agit, serait le retour de la circulation pour le compte des banques d'émission, aux conditions prévues par leurs statuts, ou toutes autres conditions supprimant les restrictions actuelles. Notons cependant que la faiblesse de la principale de ces banques, la Banque Nationale, relativement à la fourniture par elle au commerce d'un crédit à court terme suffisant, résultait et résulte encore, beaucoup moins de l'étroitesse des limites posées à ses propres émissions, que du fait que l'intervention gouvernementale continuelle et les opérations multiples et étrangères à une banque d'émission auxquelles la Banque Nationale se livre, absorbent la plus grande partie de ses disponibilités en billets. Il s'agit là d'une situation tout-à-fait fausse, que nous étudierons plus particulièrement dans la suite, dans le but de rechercher les moyens capables d'y remédier.

circulation, même au point de vue de sa faculté de fourniture immédiate de crédit. Evidemment, la suffisance monétaire qui devait résulter de l'introduction du système de cette loi, était susceptible d'accroître les dépôts en banque et, par conséquent, les disponibilités des établissements de crédit, et celles des bailleurs de fonds en général ; or, ce sont ces disponibilités qui servent normalement à subvenir aux besoins de crédit dont il s'agit. Il ne pouvait résulter de cette situation, qu'un relâchement sensible de la nécessité de recourir aux banques d'émission, pour l'obtention de crédits à court terme, ce qui, en contraignant ces banques à une diminution importante du montant de leur circulation effective (1), leur laissait une marge d'émission suffisante

---

(1) Il est évident que : 1° Il n'est pas du pouvoir d'une banque d'émission de maintenir en circulation ses billets, du moment qu'ils reviennent systématiquement et en abondance dans ses caisses, et que les conditions du marché ne lui permettent pas de les remettre de nouveau en circulation. Voir à ce sujet, dans les ouvrages cités à la page 24 note 2, les vains efforts des instituts d'émission italiens, pendant différentes périodes du cours forcé, pour accroître leur circulation malgré les mauvaises conditions du marché. Leurs billets revenaient jusqu'à 50 fois en moyenne dans leurs caisses dans le courant de la même année. 2° Tout billet rentrant dans les caisses de la Banque Nationale et qui n'est pas destiné, soit à la destruction (dans ce cas il s'agit d'une diminution de la circulation pour le compte de l'Etat, conformément à la loi du Contrôle), soit à l'achat d'une traite sur l'étranger (ce qui entraîne une diminution de la circulation pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β), réduit d'autant sa circulation pour son propre compte, circulation dont les fluctuations sont le premier signe de la suffisance ou de la pénurie monétaire du marché. Les fluctuations de la circulation pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β ne suivent qu'après, s'il y a lieu.

pour le cas d'un besoin extraordinaire de crédits, par suite d'une crise économique.

Ces considérations ont été confirmées par les faits d'une façon plus qu'évidente. Depuis 1910, les disponibilités du marché en moyens de crédit, ont été tellement abondantes en conséquence de la mise en application du système de la loi Γ X M B, que la circulation effective pour le compte de la Banque Nationale, a été réduite en moyenne et dans les circonstances normales, presque de moitié (1).

Faisons ressortir ici que l'avantage indirect de la loi Γ X M B que nous venons d'exposer, constitue un argument de plus, en faveur de l'élasticité de la circulation fiduciaire de la Grèce, non seulement comme moyen d'enrayer une crise, mais aussi comme moyen d'éviter une inflation ; puisque en cas d'une surabondance monétaire, il y a toujours, en dehors du régulateur automatique que constitue le système Γ X M B, la soupape de sûreté de la diminution de la circulation pour le compte des banques d'émission (2). Néanmoins, nous n'avons pas voulu ajouter cet argument aux con-

---

(1) Elle a même baissé jusqu'à 6.870.000 drachmes, à la fin de 1913, et jusqu'à zéro au 30 juin 1914. A cette époque même, non seulement il ne circulait pas de billets pour le compte de la Banque Nationale, mais elle avait dans ses caisses des billets de la loi Γ X M B, pour un montant de 2.774.650 drachmes. Les explications que nous donnerons au sujet du tableau de la circulation fiduciaire de la Grèce, à partir de 1910, compléteront les remarques ci-dessus.

(2) Qui fonctionne également d'elle-même. Les explications qui précèdent rendent assez clair le mécanisme du mouvement auquel nous faisons allusion, sans que nous ayons besoin d'y insister de nouveau ici.

sidérations de la section précédente, relatives à la fixité de la valeur de la drachme (1), dans le but de faire mieux apparaître les avantages directs d'élasticité du système de la loi de 1910 et l'efficacité de ses effets seuls sur la réglementation du montant de la circulation.

Rappelons enfin, pour conclure, que le point sur lequel il faut rendre surtout hommage à l'article 8, c'est qu'il a obtenu ces résultats de suffisance et d'élasticité de la circulation fiduciaire, d'une manière vraiment remarquable, en basant la circulation supplémentaire sur des principes tout-à-fait solides, puisqu'elle est couverte totalement au moyen d'or ou de change à l'étranger, se trouvant à tout instant à la disposition du commerce.

## § 2. — *Cours légal de fait.*

L'analyse partielle du système de la loi Γ X M B, à laquelle nous avons procédé jusqu'ici, nous fournit déjà des données suffisantes pour nous permettre d'en tirer une conclusion, laquelle, avant un examen plus approfondi, aurait pu paraître trop catégorique. Elle consiste dans l'affirmation que le vote de l'article 8 de cette loi est arrivé, par ses seuls moyens, en profitant des conditions favorables du marché monétaire grec à cette époque et en les réglementant d'une façon ingénieuse, à introduire en Grèce un régime de circulation fiduciaire et une politique de change, qui assurèrent au pays presque tous les avantages qu'il aurait pu attendre de l'abolition

(1) Voir pages 122-127.

pure et simple du cours forcé, et le placèrent en quelque sorte, dans une situation de cours légal de fait. Cela malgré le maintien en vigueur des lois et conventions relatives au cours forcé et à l'irremboursabilité des billets circulant pour le compte des banques, et malgré la survivance dans la pratique de la circulation à cours forcé pour le compte de l'Etat.

Effectivement les avantages du système de la loi Γ X M B que nous avons déjà fait ressortir sont absolument analogues aux principales qualités d'un régime basé sur la remboursabilité en or des billets. Ils peuvent être résumés comme suit :

1° Fixité absolue de la valeur de la monnaie légale du pays ;

2° Change constamment maintenu au pair et dans des limites encore plus restreintes que celles du *gold point* ;

3° Elasticité de la circulation et maintien de cette dernière dans les limites nécessaires aux besoins du marché ;

4° Remboursabilité des billets en circulation, dans une certaine mesure et sous certaines conditions.

Ces deux dernières réserves, pourraient provoquer un certain scepticisme sur l'identicité des avantages du système grec et du régime du cours légal. Comme une pareille impression serait complètement inexacte, il ne nous paraît pas superflu d'indiquer ici ce que nous entendons par ces réserves, qui sont aussi, comme nous le verrons, applicables au régime du cours légal.

Tout d'abord, en disant que les billets ne sont remboursables que sous certaines conditions, nous comprenons par là que si tous les billets circulant pour le

compte de la loi F X M B sont, en principe, remboursables, ils ne le sont que dans une très faible proportion en or effectif au pair (1), leur remboursabilité consistant en ce qu'ils sont, en général, échangeables à vue contre des traites sur l'étranger.

En somme, cela revient au même, puisque le remboursement des billets n'est généralement demandé que pour les paiements à faire à l'étranger, et que à ce point de vue, l'or effectif est remplacé avantageusement par une traite dont la prime de vente au-dessus du pair est sensiblement inférieure aux frais d'expédition d'or (2). Et, si on veut remarquer ce qui se passe dans la pratique des pays à cours légal, on verra que la situation n'est, en réalité, nullement différente, les banques d'émission s'arrangeant toujours pour satisfaire la demande de change sur l'étranger par d'autres moyens que par le remboursement en or de leurs billets (3).

Vient ensuite la réserve d'après laquelle les billets ne sont remboursables que dans une certaine mesure. En

---

(1) Depuis le décret du 1er août 1911. Voir page 59.

(2) Il est vrai qu'en cas de demandes de remboursement de billets dans un but de circulation intérieure, la Banque Nationale ne serait tenue à répondre à ces demandes que jusqu'à concurrence de l'or effectif compris à l'actif de la loi F X M B, et que, à ce point de vue, le système de cette loi diffère sensiblement et semble inférieur au régime du cours légal, sous lequel tout billet est, en principe, remboursable en or, même si cet or est destiné à être utilisé directement pour les transactions intérieures. Mais nous avons déjà laissé entrevoir le peu d'importance que le public peut attacher à cette question (voir page 121 note 2). Nous aurons l'occasion d'étudier, au point de vue théorique les raisons très justes de cette attitude du public et d'indiquer notre opinion personnelle.

(3) Voir pages 130-133.

effet, la Banque Nationale n'étant tenue à échanger ses billets contre de l'or ou des traites sur l'étranger que jusqu'à concurrence de ceux émis pour le compte de la loi Γ X M B, l'irremboursabilité des billets des autres catégories d'émission reste entière. Faut-il donc voir en cela une faiblesse du système monétaire grec, tel qu'il a été complété par la loi de 1910, et une infériorité de ce système par rapport au régime du cours légal ?

Lorsqu'on prend en considération, d'un côté que la circulation de la loi Γ X M B s'est vite développée de façon à représenter la moitié et même les deux tiers de la circulation totale du pays (1), et de l'autre que les billets de la Banque Nationale émis en vertu de cette loi sont absolument du même type que ceux émis antérieurement, on possède les éléments nécessaires pour répondre à la question posée ci-dessus.

C'est un principe déjà ancien et aujourd'hui indiscuté, que celui qui consiste à diviser la monnaie circulant dans un pays en deux parties : l'une qui, constituant le minimum absolument nécessaire aux transactions, demeurera toujours en circulation, sauf dans le cas de circonstances tout-à-fait extraordinaires ; l'autre qui subit les conséquences des conditions économiques du marché et suit les fluctuations de la balance des comptes.

Il est évident que la première de ces deux portions de la circulation peut consister, sans inconvénient, en

(1) Encore ne prenons-nous en considération que les années normales, car depuis la déclaration de la guerre européenne, et surtout depuis 1916, la circulation dont il s'agit a pris des proportions surprenantes dues à des causes multiples qui feront ultérieurement l'objet de notre attention.

une monnaie fiduciaire de quelque type quelle soit, pourvu que le public ait confiance en elle. La deuxième, tout au contraire si elle ne consiste pas en monnaies métalliques ayant cours international, doit néanmoins être toujours échangeable à vue et au pair avec de l'or.

Voilà la doctrine classique en la matière. Pour les économistes, le seul système monétaire, en dehors d'une circulation métallique pure et simple, qui remplisse les deux conditions ci-dessus, à savoir : confiance en la monnaie représentant la première partie de la circulation, élasticité et remboursabilité en une monnaie ayant cours international de celle constituant la deuxième partie, c'est le régime du cours légal, basé sur une couverture métallique au moins égale à cette deuxième partie de la circulation fiduciaire (1).

Il nous semble avoir suffisamment prouvé que le système de la loi Γ X M B parvient à assurer, aussi bien qu'un régime de cours légal, à la monnaie légale du pays, tant la confiance absolue du public en elle que son élasticité (2), tout en substituant à la couverture et

(1) C'est ce principe qui a inspiré l'acte de Peel qui régit encore aujourd'hui les émissions de la Banque d'Angleterre. Cette dernière a le droit d'émettre : pour 18,5 millions de livres sterling de billets sans couverture métallique ; pour tout le surplus, les billets émis doivent être entièrement couverts en métal. C'est en se basant sur ce même principe, que la plupart des Etats à cours légal ont imposé à leurs banques d'émission une couverture métallique égale à une proportion plus ou moins grande de leur circulation fiduciaire.

(2) Ce qui est normalement impossible dans les pays à circulation monétaire fiduciaire à cours forcé, puisque ce dernier a généralement comme conséquence la violation du principe quantitatif et la substitution à cette partie de la circulation qui forme la réserve monétaire du pays, d'une monnaie non remboursable

à la remboursabilité en or effectif, une couverture en dépôts en or à l'étranger et une remboursabilité en traites sur l'étranger.

Il ne reste donc plus qu'à démontrer que la partie de la circulation fiduciaire totale de la Grèce couverte et garantie de la façon qu'on vient de rappeler, correspond à la portion de cette circulation soumise aux fluctuations. La tâche n'est nullement difficile : si on prend en considération qu'en 1909 la circulation totale de la Grèce arrivait à peine à subvenir aux besoins des échanges intérieurs (1), et que cette circulation non remboursable, n'a pas cessé depuis de diminuer d'importance (2), on voit clairement que toute crainte d'un rétrécissement de la circulation totale actuelle, jusqu'au niveau des billets non remboursables, serait chimérique et que le fait que les billets circulant pour le compte de la loi Γ X M B sont couverts en totalité et remboursables à vue, suffit pour assurer à la totalité de la circulation fiduciaire de la Grèce (3),

---

et, par conséquent, impropre à cette fonction. Il s'ensuit la rigidité de la circulation et la perte de la confiance dans la monnaie, ce qui entraîne l'instabilité de la valeur de la monnaie, les oscillations continuelles du change, l'inflation et les crises fréquentes et persistantes.

(1) Voir pages 49-52.

(2) Voir pages 26-27 et 142.

(3) Tous les billets de la Banque Nationale étant absolument identiques, qu'ils soient émis pour le compte de la loi Γ X M B, pour celui de la Banque ou même pour celui de l'Etat, il est évident que même les billets de ces deux dernières catégories sont échangeables à tout moment contre de l'or ou du change au pair ; la Banque Nationale n'ayant qu'à considérer tous les billets rentrés dans ses caisses dans le but ci-dessus, comme appartenant à la circulation pour le compte de la loi Γ X M B, et arrivant

tous les avantages d'un régime à cours légal (1).

Après ces explications, on ne peut plus, il nous semble, regarder comme trop hasardée notre première affirmation d'après laquelle la Grèce peut être considérée, depuis la promulgation et la mise en application de la loi du 19 mars 1910, comme jouissant d'un régime de cours légal de fait. M. Luzzati a dit, à propos de la loi grecque, qu'elle a réussi : « à abolir le cours forcé pour la partie des billets de banque émis en plus du maximum fixé par les lois et conventions actuellement en vigueur ». Il aurait pu, croyons-nous, aller plus loin et affirmer que les dispositions de la loi

---

ainsi à équilibrer toujours l'actif et le passif du compte de cette dernière loi. D'ailleurs, la Banque n'a pas de raison de faire des difficultés, même si la contre-valeur des traites demandées lui est remboursée en billets de la Banque Ionienne ou même de la Banque de Crète (en Crète). Elle n'a qu'à diminuer toujours le chiffre de la circulation pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β, et augmenter d'autant celui de sa propre circulation ; mais la circulation effective du pays sera toujours diminuée d'une somme égale à la valeur de la traite, puisque les billets de l'autre banque d'émission qui la représentent, rentrent dans les caisses de la Banque Nationale et peuvent toujours être échangés par elle ou remis en circulation à la place de ses propres billets.

(1) Si on se rappelle même que la circulation, remboursable à vue et entièrement couverte, pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β, représente normalement depuis 1910, la plus grande partie de la circulation totale, on voit que cette situation présente un degré de sécurité supérieur à celui qui résulterait de la couverture que la Banque Nationale serait tenue d'avoir, le cours forcé n'existant pas ; puisque, d'après ses statuts, elle ne doit conserver qu'une encaisse métallique (dans laquelle sont compris les dépôts à l'étranger) égale au tiers de tous les billets en circulation, plus les dépôts à vue (qui ne sont pas, en temps normal, très importants). Voir page 32.

Γ Χ Μ Β, ont aboli de fait le cours forcé pour la totalité de la circulation fiduciaire de la Grèce.

### § 3. — *Etablissement des bases pour l'abolition définitive du cours forcé.*

En dehors des avantages ci-dessus, le système introduit par la loi Γ Χ Μ Β, a préparé également le terrain pour le retour, en temps voulu, au cours légal. Ce n'est pas là son moindre avantage, car tout le monde sait combien est délicat et dangereux un changement brusque des conditions de la circulation monétaire d'un pays, et combien de circonspection s'impose avant de prendre une pareille décision (1).

En ce qui concerne la Grèce, il suffit de rappeler que le Gouvernement a le droit de procéder à la levée du cours forcé, après le remboursement du reliquat des sommes représentées en billets de la Banque Nationale (2), circulant pour le compte de l'Etat et constituant son emprunt sur cours forcé (3).

---

(1) Nous avons en cela l'exemple de la France qui n'a consenti à lever le cours forcé que le 1er janvier 1878, tandis que la hausse du change était insignifiante dès 1871 et avait complètement disparu depuis la fin de 1873. De même l'Autriche et l'Italie, quoiqu'ayant depuis longtemps obtenu le pair, étaient encore au moment où la guerre à éclaté sous le régime du cours forcé.

(2) Cette banque s'intéressait naturellement en 1910, plus que toute autre, à l'abolition du cours forcé, puisqu'elle recouvrerait ainsi sa liberté d'émission et rentrerait dans ses statuts. Voir page 29, note 1.

(3) Ce reliquat s'élevait à la fin de 1909, à 61.778.575 drachmes (voir page 27, note 2) et à la fin de 1919 à 50.951.915 drachmes. Quant aux petites coupures 1 et 2 drachmes, nous avons vu qu'elles ont été complètement retirées de la circulation (voir

On pourrait cependant se demander ici, après le vote de la loi du 19 mars 1910, après les grands avantages qu'elle comportait et que son application a mis en relief, en un mot, après la transformation heureuse de la totalité du régime monétaire à circulation fiduciaire de la Grèce qui en est résulté, s'il y avait un intérêt quelconque pour le pays à chercher à revenir au régime du cours légal.

C'est là une question excessivement importante, dont la réponse est très difficile et délicate. Nous ne croyons pas devoir nous en occuper encore, étant donné que : d'une part, avant d'y répondre en connaissance de cause, il importe, non seulement d'étudier au point de vue théorique le système de la loi Γ X M B, mais encore de suivre de près les différentes phases de son application et les effets réels qu'il a pu avoir dans la pratique ; d'autre part, cette réponse ne pourrait avoir d'intérêt réel que si elle était basée sur des considérations découlant de la situation économique et monétaire actuelle de la Grèce.

Contentons-nous donc pour le moment de rechercher, indépendamment de toute considération d'ordre pratique, si l'article 8 de la loi de 1910, dont l'un des principaux buts dans la pensée du législateur, était la préparation du terrain pour l'abolition du cours forcé (1), était en réalité capable de l'atteindre.

---

pages 34-36). Nous parlerons plus loin des nouveaux billets de 1 et 2 drachmes émis dans le courant de 1918. Nous avons signalé également que l'emprunt en or que l'Etat a contracté auprès des banques d'émission au moment de la dernière proclamation du cours forcé, a été remboursé en 1898 (voir pages 28-29).

(1) Voir page 61.

Des explications fournies plus haut il ressort déjà que, d'une façon générale, cet article en plaçant le système de circulation fiduciaire de la Grèce dans une situation pour ainsi dire à cheval entre le cours forcé et le cours légal, était susceptible de rendre dorénavant beaucoup plus douce, la transition du premier au second de ces deux régimes.

Mais de là au retour pur et simple au cours légal, il restait un pas dangereux à franchir. A ce point de vue encore, l'article 8 a contribué à aplanir les difficultés et à éviter les dangers qu'un changement radical du régime de circulation monétaire du pays, aurait pu entraîner. Voyons donc dans les détails, comment cet article a pu préparer la voie pour l'abolition du cours forcé :

1° Il fournissait au Gouvernement un criterium sûr de la situation de la balance des paiements avec l'étranger, puisque tout déficit ou excédent de cette balance devait forcément se manifester par une diminution ou un accroissement des dépôts de la Banque Nationale à l'étranger, constitués en vertu de l'article en question (1). Il est clair que, grâce à ce mécanisme, qui faisait de la Banque Nationale une sorte de chambre de liquidation des opérations de change du pays, le Gouvernement était toujours en mesure de se rendre compte du moment opportun auquel pourrait être

---

(1) Ce criterium remplaçait avantageusement celui des fluctuations continuelles du change, qui sont généralement considérées comme le baromètre de la situation du marché monétaire envers l'étranger, mais qui peuvent aussi être dues, dans les pays à cours forcé, à des causes autres que celle de la situation de la balance des comptes. Voir pages 87-92.

effectué le retrait du cours forcé, sans courir le danger que la monnaie métallique qui serait mise en circulation prenne le chemin de l'étranger (1).

2° Il comportait des dispositions capables d'habituer peu à peu le public à se servir des monnaies métalliques, en contribuant à la formation et au renforcement d'une réserve métallique circulant dans le pays, et en permettant que la substitution de la monnaie métallique au billet de banque soit effectuée graduellement, accélérée ou ralentie selon les circonstances. Les dispositions auxquelles nous faisons allusion sont :

D'abord celle du § *b* qui rétablissait la validité des contrats conclus en or par la Banque Nationale (2). Cette mesure, en entourant d'une sécurité absolue les transactions en or, n'avait pas pour seul résultat de faciliter la libre circulation de la monnaie métallique à l'intérieur, mais elle était encore susceptible d'y attirer l'or en éloignant la préoccupation des variations du change chez les capitalistes étrangers désireux de placer leurs capitaux en Grèce (3).

Ensuite, la disposition du § *a*) qui permettait l'émission de billets de banque couverts dans leur totalité par de l'or déposé dans les caisses de la Banque. Grâce à cette disposition, le Gouvernement pouvait, au lieu de

(1) Si cette éventualité se produisait, elle amènerait une gêne monétaire plus importante et plus réelle que celle qui s'est manifestée avant 1910, et elle finirait par obliger le Gouvernement à revenir au cours forcé.

(2) Voir page 57, note 1.

(3) Cette mesure avait déjà été appliquée en Autriche, en Italie et en Russie, pendant le cours forcé et en vue de préparer la reprise des paiements en or ; son efficacité a été partout, indiscutablement reconnue.

remplacer d'un seul coup par de l'or, au moment de l'abolition du cours forcé, les billets circulant pour le compte de l'Etat, commencer par transformer, avant l'abolition du cours forcé, une partie de ces billets en billets circulant pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β, et cela en déposant la partie correspondante de l'or effectif destiné au remboursement des billets à cours forcé dans les caisses de la Banque Nationale. Ainsi, le pays deviendrait seul juge de l'opportunité et de la rapidité de la substitution de la monnaie de métal à celle de papier.

3° Enfin, il contribua à la formation auprès de la Banque Nationale d'une très importante réserve d'or et de change sur l'étranger, laquelle aurait pu plus tard, augmentée et transportée, si nécessaire (1), sous forme d'or effectif dans les caisses de la Banque, servir au moment de l'abolition du cours forcé, à la couverture de la circulation de cette dernière banque (2), dorénavant à cours légal (3) et tenue à observer les

(1) Et totalité ou en partie suivant la convention relative qui réglera la question et la loi qui va la ratifier. Dans le cas où les statuts de la Banque Nationale resteraient immuables, les règles applicables à l'encaisse et à la circulation lors de l'abolition du cours forcé, seront celles relatées à la page 32.

(2) Inutile de rappeler qu'il ne faut pas confondre l'or que la Banque Nationale serait tenue, en vertu de ses statuts, d'avoir dans ses caisses pour le remboursement éventuel de ses billets qui auraient continué à circuler à cours légal, avec celui au moyen duquel l'Etat aurait remboursé et retiré les billets circulant actuellement à cours forcé pour son propre compte.

(3) Car le régime de l'article 8 cessera de fonctionner, au moins sous sa forme actuelle, une fois le cours forcé aboli. Naturellement, cela n'empêchera pas la Banque Nationale de poursuivre sa politique et ses opérations de change, en maintenant

dispositions des statuts de la Banque, lesquels rentreraient de nouveau en vigueur (1).

§ 4. — *Profits matériels pour l'Economie Nationale.*

Si par tout ce qui précède, nous avons pu démontrer le système de la loi Γ X M B comme équivalant, par ses avantages et dans ses grandes lignes, à un régime à cours légal, il nous reste cependant à faire ressortir un point de vue particulier de ce système, sous lequel ce dernier apparaît manifestement supérieur à un régime monétaire à base métallique. Il s'agit des profits purement matériels que le pays en général peut tirer du système grec, tant comme mécanisme de réglementation du change que comme régime de circulation. Examinons donc un à un, les différents avantages matériels que le système de la loi de 1910 a assurés à l'Economie Nationale :

1° Il a permis, et c'est un de ses principaux avantages, que les capitaux qui servent de couverture aux

---

de grosses disponibilités à l'étranger, en vertu de ses statuts qui lui permettent de conserver une partie de son encaisse métallique sous forme de dépôts à l'étranger.

(1) L'importance de l'avantage apparaît encore mieux si on prend en considération : d'une part que même en cas de modification des statuts, la réserve métallique que la Banque serait tenue d'avoir dans ses caisses, ou même à l'étranger, aurait pu être, d'après les principes généralement adoptés, inférieure à la totalité des billets de banque en circulation ; d'autre part, que la quantité de billets nécessaire aux échanges, serait diminuée sensiblement puisqu'une partie des billets actuellement en circulation serait remplacée par l'or que l'Etat se serait procuré au moyen d'un emprunt extérieur, avant le retour au cours légal, pour rembourser sa dette en billets de banque à cours forcé.

billets portent un intérêt. En effet, cette couverture au lieu de consister en métal enfermé dans les caves de la Banque et par là même empêché de servir à n'importe quelle utilisation productive et de porter un intérêt quelconque, se trouve à l'étranger, non pas sous forme de consignation de monnaies d'or, ce qui serait revenu presque au même, mais sous forme de disponibilités comportant toute sécurité et productives de nouvelles ressources, puisqu'elles consistent : soit et surtout, en dépôts à vue, payables en or ou en une monnaie représentant de l'or, placés auprès de banques jouissant d'un crédit mondial, et rapportant un intérêt plus ou moins élevé (1) ; soit en effets de commerce ou en toute autre sécurité à court terme de tout premier ordre, entraînant des profits appréciables sous forme d'escompte ou d'intérêt (2).

Il est évident que ces disponibilités sont non seulement équivalentes à l'or, puisqu'elles peuvent à tout moment être converties en ce métal, mais qu'elles lui sont même supérieures, puisqu'elles portent un intérêt. Elles constituent ainsi un facteur productif de

---

(1) Toutefois le revenu qui en découle n'était pas, du moins avant la guerre, aussi important qu'on aurait pu le croire, étant donné que les banques européennes ne donnaient pour leurs dépôts à ordre, qu'un intérêt peu élevé ; souvent même elles n'en donnaient aucun.

(2) Ces papiers venus à échéance, leur montant sera, lui aussi, porté au crédit des comptes-courants que la Banque Nationale possède auprès de ses correspondants étrangers. Voilà pourquoi, en parlant des disponibilités en général de la loi Γ X M B à l'étranger, nous nous contentons souvent de les désigner par l'expression : dépôts à l'étranger.

richesse pour le pays (1), tout en étant centralisées entre les mains d'un organisme puissant, ce qui les laisse ainsi à tout instant à la disposition des porteurs des billets et facilite les besoins et les transactions du commerce avec l'étranger.

2° Il a éloigné le danger de la thésaurisation, laquelle se serait certainement manifestée dans le cas d'un retour pur et simple au cours légal, ou même d'un maintien du *statu quo ante*, puisque la situation favorable de la balance des comptes aurait entraîné une baisse encore plus marquée de la drachme et, par conséquent, un afflux d'or dans le pays. Cet or irait s'enfermer, en grande partie, dans les tiroirs des particuliers (2) et serait sans utilité pour l'accroissement de la production nationale, pour la cessation de la gêne monétaire, enfin pour le maintien de la fixité des changes au pair.

Cette mobilisation constante et obligatoire de l'épargne nationale, ne pouvait que devenir la source d'un accroissement de la richesse d'un pays en pleine évo-

---

(1) Sous forme (comme nous allons le voir dans le paragraphe suivant) de profits importants pour la Banque Nationale et aussi d'une ressource appréciable pour l'Etat. Il est certain que cela constitue une source tout-à-fait nouvelle de richesse nationale, puisqu'il s'agit d'intérêts versés par des banques étrangères et qui seraient, autrement, perdus pour le pays.

(2) Les exemples de ce genre ne manquent pas, surtout dans les pays à population plus ou moins ignorante et habituée à considérer l'or comme un bien inappréciable et comme le seul moyen de conservation de richesses, par exemple aux Indes, en Egypte. Un pareil danger n'était pas négligeable pour la Grèce, malgré le degré d'éducation et l'intelligence naturelle de sa population.

lution économique et dépourvu de capitaux suffisants.

3° Il a supprimé la spéculation en matière de change sur le marché grec, en concentrant et en régularisant toutes les opérations relatives aux paiements internationaux, lesquels par suite des conditions avantageuses que la loi imposait à la Banque Nationale, s'effectuaient dorénavant, en principe, par l'intermédiaire de cette dernière, qui devenait ainsi une sorte de chambre de liquidation de la presque totalité des transactions monétaires entre la Grèce et l'étranger (1). Inutile d'insister sur les bénéfices et les encouragements que ce système apporta au commerce extérieur du pays (2).

4° Enfin, et indépendamment de toute action de la spéculation, il a réalisé une très importante économie de richesses pour l'Economie Nationale en général. Effectivement, il a réduit au minimum, les frais de transferts de capitaux, la différence entre le prix d'achat et le prix de vente de change et les autres commissions en général des banques, en permettant à la Banque Nationale de posséder des moyens de change dans la presque totalité des pays avec lesquels la Grèce se trouve en rapports économiques et en donnant ainsi la faculté au pays de régler ses engagements à l'étranger avec

---

(1) L'exemple que nous donnerons dans une note ultérieure, rendra plus claire l'action de la loi de 1910 pour la suppression de la spéculation.

(2) Les mauvais effets que le jeu de la spéculation peut avoir sur la production nationale en général, ressortent suffisamment des explications et des exemples donnés aux pages 40, note 2, et 53, note 3.

le change qui s'y trouvait (1). Cette dernière situation avait aussi l'avantage de supprimer la dépense des groups (2), et d'éloigner presque complètement les pertes pouvant résulter de la différence du change d'une place à l'autre (3).

(1) Les autres banques, pour autant qu'elles tenaient à s'occuper d'opérations de change, étaient forcément obligées de faire des conditions aussi avantageuses, si elles voulaient conserver leur clientèle.

(2) Puisque la nécessité d'envois d'or effectif ne pouvait presque plus se présenter, même si ces envois étaient destinés à des localités très à l'écart. Seuls les besoins de l'orfèvrerie pouvaient dorénavant justifier l'expédition de groups.

(3) L'exemple suivant éclairera davantage les explications cidessus : Supposons un négociant grec achetant du blé à un exportateur américain. Comment va-t-il procéder pour verser à l'américain le prix du blé acheté ?

1° Il peut acheter sur le marché d'Athènes une lettre de change sur New-York et l'expédier au commerçant américain, lequel ira toucher cette traite à son échéance (s'il ne l'escompte pas avant) auprès de la Banque sur laquelle la traite est tirée. Mais si l'importateur grec ne trouve pas sur place la traite voulue, les Banques n'ayant pas de disponibilités (dépôts ou crédits) à New-York ? Il sera obligé d'envoyer à son créancier américain une traite sur Londres (sur une maison d'acceptation de cette ville), que ce dernier pourra d'ailleurs facilement négocier sur la place de New-York. Etant donné, cependant, que cette dernière façon de procéder comporte des frais supplémentaires (différences de change, commissions, etc.), le négociant grec serait disposé à payer un peu plus cher que ne le permet le cours du change du jour, pour avoir une traite sur New-York. De toute façon, pour que le commerçant grec arrive à payer l'exportateur américain, il devra supporter des frais plus ou moins considérables.

Maintenant, qu'arrive-t-il avec le système introduit par l'article 8 de la loi de 1910 ? — L'importateur grec n'a qu'à s'adresser à la Banque Nationale, laquelle, grâce aux disponibilités qu'elle possède forcément par suite du fonctionnement du sys-

Il importe de faire ressortir ici que les avantages exposés ci-dessus, ne se bornent pas seulement, comme on pourrait le penser, aux relations commerciales. Toute

---

tème ci-dessus dans toutes les principales places mondiales, lui livrera immédiatement une traite sur New-York, et cela à un prix dépassant à peine de quelques centimes le cours du change du jour, étant donné que la Banque ne peut jamais dépasser le maximum du prix de vente établi par la loi Γ X M B.

2° Cependant, l'importateur grec peut rembourser d'une autre façon le vendeur de blé américain. Il peut l'autoriser à tirer une lettre de change sur lui, ou bien sur une banque d'Athènes (avec laquelle il s'est entendu d'avance), que l'américain pourra escompter sur le marché de New-York (car il voudra, naturellement, rentrer au plus tôt dans son argent), et que l'escompteur fera toucher à son échéance par son correspondant à Athènes. Néanmoins, cette manière de procéder entraîne des frais (surtout si l'escompteur américain n'est pas en relations directes avec la Banque grecque). Il se peut aussi que l'exportateur américain ne trouve pas de banque à New-York voulant escompter sa traite sur Athènes, étant donné que l'importateur ou même la Banque grecque, peuvent être inconnus à New-York. Que se passera-t-il alors ? L'importateur grec priera son vendeur de tirer une lettre de change sur une maison d'acceptation de Londres, avec laquelle il s'entend par l'intermédiaire d'une banque grecque, qui est connue à Londres et qui s'engage à y envoyer la somme nécessaire pour que la traite soit payée à l'échéance, quitte à se faire rembourser par l'importateur grec, son client. Inutile d'insister sur les frais, commissions, différences de change, etc..., dont cette opération est grevée.

Ici encore, le fonctionnement du système de la loi Γ X M B vient réduire toutes ces pertes au minimum. Car l'importateur grec n'a qu'à prier son vendeur américain de tirer une lettre de change sur la Banque Nationale de Grèce, que ce dernier pourra négocier facilement à New-York auprès d'une des banques dans lesquelles se trouvent déposées les disponibilités en dollars de la Banque Nationale. Puis le négociant grec n'aura qu'à rembourser cette dernière banque avant l'échéance de sa traite, à un prix de change toujours presque égal au pair.

Cet exemple, que nous avons essayé d'expliquer aussi claire-

opération de change, c'est-à-dire consistant en une « transformation de la monnaie dans l'espace », toute affaire comportant un mouvement de fonds d'un pays à un autre, peut s'ajuster au système de la loi Γ X M B, au plus grand bénéfice de tous les particuliers ainsi que de l'Etat. Pour ne donner qu'un exemple, dans le cas d'un emprunt extérieur du Gouvernement (1), ce dernier n'a qu'à déposer le produit de cet emprunt (2) dans des banques étrangères et au nom de la Banque Nationale, et à demander à celle-ci d'émettre et de lui livrer une somme correspondante de billets de banque (3), et cela, sans les moindres frais de transfert et sans aucune perte de change (4).

---

ment que possible, suffira peut-être à démontrer que la Grèce peut effectuer depuis 1910, la presque totalité de ses paiements internationaux, sans passer par l'intermédiaire de Londres, centre monétaire mondial, et avec des frais de banque et des pertes de change relativement minimes. Ce n'est pas là un des avantages les moins importants du système de l'article 8.

(1) Tel, par exemple, l'emprunt de 500 millions, conclu le 2 février 1914, pour liquider les dépenses des guerres balkaniques. Il faut d'ailleurs noter que, de cet emprunt (dont il n'y a que 350 millions de réalisés) une certaine partie a été couverte en Grèce.

(2) Pour autant qu'il est destiné à être dépensé à l'intérieur du pays.

(3) Il n'est pas nécessaire d'insister sur le fait que ces billets, émis en vertu de la loi de 1910, sont entièrement couverts et n'ont rien à faire avec ceux circulant pour le compte de l'Etat et constituant sa dette à cours forcé.

(4) Il apparaît bien que si le système de l'article 8 n'existait pas, une offre aussi abondante de change sur le marché grec de la part du Gouvernement, au moment d'une balance des comptes déjà favorable pour le pays, aurait entraîné une baisse des changes étrangers et, par conséquent, une perte nette pour le Gouvernement dans la réalisation de son emprunt.

SECTION III

## Réflexions et réserves que peuvent suggérer certains points du système.

### § 1. — *Vue d'ensemble sur les inconvénients possibles de la loi* Γ X M B. *Question relative à son opportunité.*

Dans les deux paragraphes précédents nous avons tenu à faire ressortir les différentes qualités du régime de circulation et de change, introduit en Grèce par l'article 8 de la loi du 19 mars 1910, en mettant délibérément de côté quelques remarques d'ordre théorique ou pratique, quelques objections de principe ou d'opportunité, que le mécanisme en question pourrait soulever. Cette lacune, nous essaierons de la combler ici, tout en ayant soin de relater objectivement les différents arguments pour et contre qui auraient pu être avancés à propos de chaque cas particulier. Cette manière de procéder, qui s'impose au sujet d'une matière n'ayant été étudiée jusqu'ici que très sommairement et dans des buts tout-à-fait spéciaux (1), tandis qu'elle permettra

(1) Comme on pourra le constater dans les pages qui suivent et comme on a pu le remarquer déjà dans le courant du présent chapitre, nous ne renvoyons jamais, à propos des explications ou des arguments qu'on y rencontre, à des ouvrages relatifs à la question. L'explication en est dans l'absence complète d'études théoriques spécialement consacrées à la matière, absence sur laquelle nous avons déjà attiré l'attention du lecteur dans l'introduction (voir pages 3, note 2 et 7, note 1). Ce n'est donc que dans les chapitres suivants qui seront consacrés à l'étude du fonction–

au lecteur de se former une opinion propre sur l'importance que les quelques faiblesses du système peuvent avoir, elle ne nous empêchera pas de laisser entrevoir notre opinion personnelle concernant respectivement les points à étudier. Hâtons-nous d'ajouter que, à notre avis, les quelques défectuosités dont il s'agit, discutables d'ailleurs et pour la plupart amendables (1), ne sont pas capables d'influencer l'opinion favorable qu'inspire l'ensemble du système Γ X M B.

Avant d'aborder l'examen des inconvénients que tel ou tel point particulier du système peut présenter, il importe de s'occuper d'une question préalable relative à l'opportunité de la loi Γ X M B, et qui consiste à savoir si l'introduction de l'ensemble du système dont il s'agit était vraiment nécessaire pour amener la situation favorable, tant au point de vue du change qu'à celui de la circulation, qui a été constatée en Grèce depuis 1910.

Quand on connaît les conditions économiques dans lesquelles se trouvait ce pays à la veille du vote de la loi du 19 mars 1910, on peut avoir, de prime abord,

---

nement et des effets pratiques du système de la loi de 1910, pendant la période décennale de son application, que nous aurons parfois l'occasion de citer quelques auteurs.

Il est vrai que, ainsi que nous l'avons déjà fait remarquer, *M. Larkworthy* est, parmi ces auteurs, un des rares qui se soit appliqué à une analyse théorique de la loi Γ X M B. Néanmoins, nous préférons nous occuper spécialement plus tard des idées de M. Larkworthy et des polémiques qu'elles ont pu soulever de la part d'économistes remarquables.

(1) Les modifications qui seraient susceptibles de perfectionner le système de la loi de 1910, tel qu'il fonctionne actuellement, et de le mettre à l'abri de certaines des critiques qu'on pourrait lui adresser ne seront point exposées ici, cet examen devant faire l'objet d'un chapitre distinct.

l'impression que, même sans la promulgation de l'article 8 § *a*), les résultats heureux de la baisse du change au pair (1) sur la situation intérieure se seraient produits d'eux-mêmes ; et que le manque de moyens de paiement pour les besoins des échanges (2) serait comblé automatiquement en vertu des lois économiques naturelles et même d'une manière beaucoup plus satisfaisante pour le système monétaire de la Grèce. En effet, le besoin seul d'instruments de circulation, en contribuant à la baisse du change, par périodes, au-dessous du pair, aurait nécessairement entraîné l'importation d'or effectif de l'étranger, en vertu du mécanisme que nous avons eu l'occasion d'exposer plus haut. Et cet or, absorbé immédiatement par le marché dépourvu de moyens de paiement, serait resté définitivement dans le pays, étant donné qu'il n'y avait pas de danger d'une nouvelle hausse importante et durable du change, et aurait doté la circulation d'une monnaie saine. Cette éventualité aurait pu être facilitée par le vote seul du § 2 de l'article dont il s'agit, en vertu duquel les accords pour le paiement en or effectif seraient dorénavant permis.

Ainsi, la gêne résultant du manque de moyens de paiement se résoudrait d'elle-même et d'une manière idéale : le marché et les caisses des banques se seraient remplis en partie d'or, le public se serait peu à peu habitué à l'usage des monnaies métalliques, et le retour prochain au cours légal deviendrait dorénavant possible, dans des conditions beaucoup plus avan-

---

(1) Qui était due à d'autres causes. Voir pages 66-68 et 92 et suiv.

(2) Voir pages 49 et suivantes.

tageuses pour l'Etat, la Banque et le public et réduisant au minimum les troubles du marché, inévitables pendant la période transitoire d'un système monétaire à un autre.

Le tableau tel que nous l'avons présenté est certainement tentant, cependant l'édifice n'est pas dépourvu de côtés faibles parmi lesquels nous nous contenterons de signaler :

*a*) L'importation graduelle de l'or ne se serait effectuée que très lentement et, par conséquent, le manque des moyens de circulation se serait prolongé avec ses conséquences fâcheuses pour l'économie nationale ; tandis que, au contraire, cette situation difficile avait absolument besoin d'un remède immédiat et énergique ;

*b*) La manie de thésaurisation de l'or qui se manifeste toujours dans de pareilles circonstances, aurait empêché une grande partie de l'or importé de servir pour l'accroissement des instruments de paiements (1) ;

*c*) Le manque d'élasticité de la circulation subsisterait, puisque l'importation de l'or se serait arrêtée dès que les besoins ordinaires du marché auraient été satisfaits, à cause de la hausse relative du change que cette importation aurait entraînée ; par conséquent, au moment d'une crise économique extraordinaire, l'approvisionnement du marché en moyens de circulation supplémentaires absolument nécessaires pour l'apaisement immédiat de la panique qui s'en serait suivie, continuerait à être impossible ;

*d*) La hausse brusque du change résultant d'un déséquilibre momentané et toujours possible de la balance

(1) Voir pages 157-158.

des comptes, aurait pu, en se prolongeant, provoquer l'exportation de l'or déjà importé (1), et alors le manque de moyens de paiements serait apparu de nouveau avec une intensité plus grande.

### § 2. — *Le danger d'un déficit de la balance des comptes et celui d'une inflation monétaire.*

La première faiblesse de la loi Γ X M B, sur laquelle il importe d'insister et qui constitue la principale réserve que son système peut susciter, est celle qui a trait à la possibilité même de fonctionnement de l'ensemble du système ci-dessus. Cette réserve, que nous avons déjà laissée entrevoir dans le courant du présent chapitre, est commune à tous les systèmes à *gold-exchange standard* (2) et s'exprime généralement comme suit : la mise en application et le fonctionnement d'un pareil système, sont subordonnés à la condition primordiale de l'existence d'une balance des comptes normalement favorable dans son ensemble ; réserve à laquelle on peut ajouter, en sens inverse : que le succès de ce système dépend aussi du concours de conditions économiques et monétaires capables, d'éloigner le danger d'une inflation monétaire.

Cette double affirmation ainsi exprimée, nous semble trop absolue, du moins dans son application au système grec, qui nous intéresse spécialement ici.

---

(1) Malgré les procédés habituels que la banque d'émission aurait pu employer pour empêcher la sortie de l'or.

(2) Aux principes et aux différentes applications du Gold-exchange standard, qui a été préconisé par *M. M. Conant*, en 1903, à propos du système monétaire des Philippines, nous allons consacrer une section distincte.

Pour notre part, il nous semble qu'il faut distinguer :

Si on se place au moment de la mise en application d'un système comme celui de la loi Γ X M B, il est évident : D'une part et surtout, que ce système, n'ayant eu aucune dotation initiale d'or ou de change pour procéder à ses échanges, n'aurait jamais pu fonctionner que sous la condition qu'il serait l'objet de plus d'offres que de demandes de change, en d'autres termes, sous la condition préalable d'une balance des comptes favorable. D'autre part, que même si cette dernière situation existait, l'accroissement de la circulation fiduciaire qu'elle aurait entraîné (1), serait de nature à compromettre le fonctionnement du système par l'inflation intense qu'elle entraînerait, dans le cas où le montant de la circulation de papier déjà existante serait supérieur aux besoins monétaires du marché.

Les deux constatations ci-dessus sont assez évidentes après les explications qui ont précédé. Il est néanmoins utile de signaler qu'en ce qui concerne le législateur grec, il n'a point méconnu leur importance, puisque, pour introduire son système, il a attendu un moment où la balance des comptes de la Grèce avait carrément et durablement penché en sa faveur (2), et où le rétrécissement de la circulation existante, combiné avec un accroissement continu de l'activité économique, avait fini par provoquer une gêne monétaire manifeste (3).

---

(1) Puisque tout excédent de la balance des comptes se traduit par une augmentation correspondante de la circulation de papier. Voir pages 122-123.

(2) Voir pages 92-97.

(3) Voir pages 49-52.

Il en résulte que la double réserve dont il s'agit, pour autant qu'elle vise le moment de la mise en application du système de la loi de 1910, ne peut plus avoir qu'un intérêt purement théorique, le fonctionnement heureux du système ayant enlevé à cette réserve tout intérêt pratique.

Si on se place maintenant au point de vue des éventualités qui peuvent se présenter une fois le système mis en application et fonctionnant avec succès, grâce au concours des conditions économiques que nous venons de voir, la question est tout autre et la réserve qui nous préoccupe ici prend un nouvel intérêt. Cependant, le double danger qui est à la base de cette dernière apparaît, quand on a bien approfondi le mécanisme du système Γ X M B, comme infiniment plus éloigné qu'on n'est généralement tenté de se le figurer tout d'abord. Car il ne faut pas croire d'une façon absolue que le fonctionnement régulier et le succès de ce système ne peuvent être assurés que sous la condition primordiale que les données générales de l'ensemble de la situation économique du pays restent invariables, c'est-à-dire favorables. En d'autres termes, il ne faut pas avoir l'impression que les dispositions de l'article 8 ne peuvent produire leurs effets sur le change et la circulation, que pour autant que le mouvement croissant des échanges à l'intérieur, ainsi que l'équilibre automatique de la balance des comptes, se maintiennent, dans leur ensemble, immuables.

Comme il ressort, en effet, de l'analyse du système Γ X M B, qui précède, et plus particulièrement de ses effets sur le rétablissement de la balance des comptes et sur l'élasticité de la circulation, ce système possède en

lui la force, non seulement de réglementer ces phénomènes, mais aussi de les provoquer dans une certaine mesure. Il ne se contente pas seulement de supprimer les effets des écarts momentanés et inévitables de la balance des comptes sur le change, mais il arrive aussi, grâce à l'étroite liaison qui existe entre les mouvements de cette balance et ceux de la circulation intérieure, à supporter, il finit même par corriger : un déficit plus prolongé de la balance des paiements, par suite de la gêne monétaire qu'il entraînerait (1), et une exubérance manifeste de la circulation, par la suppression de l'excédent de la balance des comptes, qui en résulterait (2). Le système de la loi Γ X M B comprend donc en lui-même et sans la moindre fluctuation des changes, les forces de redressement qui le garantissent, aussi bien contre une surabondance monétaire que contre la menace d'épuisement de son stock de change, et parvient, par le simple jeu d'une hausse ou d'une baisse légère des prix et du taux de l'intérêt et de l'escompte qu'il provoque automatiquement, à assurer et à régulariser seul son propre fonctionnement (3).

---

(1) Voir page 112.

(2) Voir pages 125-127.

(3) Il y a lieu cependant de signaler que la coexistence d'une circulation pour le compte des banques d'émission à côté de celle de la loi Γ X M B, tandis qu'elle complète l'élasticité du système de cette loi et son pouvoir de resserrement d'une circulation excessive, elle constitue, tout au contraire, un affaiblissement de ce système en ce qui se rapporte à sa force de redressement d'une balance économique déficitaire. Cette remarque essentielle sera plus facile à expliquer à la fin de cet ouvrage, quand nous posséderons une connaissance plus complète du mécanisme Γ X M B, aussi bien au point de vue théorique qu'à celui des leçons que fournit l'étude de son application pratique.

Ce n'est que dans des circonstances tout-à-fait exceptionnelles, entraînant une transformation totale des conditions économiques du pays (1), ou bien inhérentes à un bouleversement général de l'activité et des relations économiques mondiales (2), que le danger d'une

(1) Par une diminution persistante de la production ou une stagnation manifeste des affaires, dues à des causes extraordinaires et profondes (par exemple : grèves successives et générales, guerre prolongée sur le territoire du pays, destructions répétées de la production agricole, etc...). Il en résultera, naturellement, un déficit énorme de la balance des comptes. Il est néanmoins évident que la diminution rapide de la circulation qui en sera la conséquence, ne pourra pas exercer dans de pareilles circonstances, son action réparatrice sur la balance des comptes, par la baisse des prix à l'intérieur du pays. Cela pour deux raisons : d'une part, la diminution de la richesse et du revenu national, qui nécessiteront moins d'argent pour circuler, surtout dans un état d'arrêt complet de l'activité économique, lequel provoquera, en dépit du resserrement de la circulation, une inflation plutôt qu'une gêne monétaire ; d'autre part, la rareté des produits du pays, dont les prix forcément élevés, loin de provoquer une augmentation de la production et de l'exportation devenue impossible, stimuleront, tout au contraire, le commerce d'importation et entraîneront, par conséquent, un déficit encore plus accentué de la balance des comptes. Résultat : inflation monétaire et épuisement des réserves de change simultanés, et, par conséquent, arrêt du fonctionnement de l'action réparatrice du mouvement de la circulation sur celui du change, et inversement.

(2) Par l'arrêt, à la suite de circonstances de force majeure ou de mesures pour ainsi dire artificielles, du fonctionnement des lois économiques naturelles (par exemple : état de guerre dans plusieurs pays à la fois, entraînant l'insécurité et la difficulté des transports, le contrôle sur les importations et les exportations et les autres chapitres de la balance des comptes, etc...). En présence d'une pareille situation, il est clair que, même si les phénomènes d'une inflation monétaire se présentent, comme suite d'une balance des comptes favorable en permanence, la hausse des prix qui en découlera ne pourra point, ou ne pourra que très

inflation (1) ou inversement d'un épuisement des réserves de change (2), ou bien des deux à la fois (3), peut se présenter. Ce n'est qu'alors seulement, que le régulateur automatique résultant du rapport des réserves de change à l'étranger avec la circulation intérieure ne pourrait plus fonctionner et que, par conséquent, la double réserve que nous examinons, pourrait être considérée, soit comme un inconvénient réel du système, soit comme une faiblesse capable d'amener l'arrêt de son fonctionnement.

Telles sont les explications qu'il était nécessaire de donner relativement à la double objection dont on vient de parler. Une fois la question qui en découle ainsi présentée, et le système I X M B étant mis en train, l'importance du danger qui nous préoccupe se trouve réduite aux simples limites d'une crise économique

---

difficilement, provoquer le mouvement d'intensification de la production (manque de matières premières, hésitation à fonder de nouvelles entreprises, etc...), et surtout d'élévation des importations (interdiction ou impossibilité d'exportation de la part des autres pays, contrôle de leur marché des changes, etc...), mouvement qui pourrait absorber ou diminuer la circulation exubérante. Quant au danger d'un déficit de la balance des comptes et, par là, d'un épuisement des réserves de change, il ne pourra se présenter, dans le cas d'une guerre mondiale que nous supposons ici, que plus difficilement. Tel serait le cas si la vente des produits d'exportation du pays (que la consommation intérieure ne peut pas absorber : raisins secs, tabacs, etc...) devenait impossible (manque de transports, interdiction d'importations chez les belligérants), ou bien si le pays prenait part lui-même à la guerre (circonstance qui amènerait les phénomènes que nous avons résumés dans la note précédente).

(1) Voir page 127, note 1.

(2) Voir page 112, note 2.

(3) Voir page précédente, note 1.

résultant de causes extraordinaires profondes et persistantes. Mais en présence d'une pareille situation, un régime de cours légal aurait-il pu résister davantage ? La réponse est négative, comme nous aurons l'occasion de le prouver quand il s'agira de comparer la valeur du régime ci-dessus avec celle du système de la loi Γ Χ Μ Β. Cela nous permettra de revenir au sujet qui nous a retenu, lequel étant à la base même du système et affectant directement la valeur qu'on peut y attacher, constitue une des idées principales sur lesquelles une juste appréciation du système grec doit être fondée.

### § 3. — *Les dangers et les pertes que les réserves de change à l'étranger peuvent encourir.*

Un autre aspect de l'article 8 de la loi de 1910 peut faire naître des doutes sur la sécurité que peut présenter le système introduit par lui.

Si on prend en considération les conditions du marché grec, presque complètement dépourvu de monnaie d'or, il est naturel que l'or acheté par la Banque en vertu de l'article ci-dessus, ne s'élève qu'à une somme tout-à-fait insignifiante, en comparaison du change sur l'étranger acheté conformément au même article (1). Il s'ensuit que la presque totalité des réserves qui servent de couverture à l'émission supplémentaire de billets, se trouvent à l'étranger au lieu d'être déposées dans les caisses de la Banque.

Il est vrai qu'il résulte de l'ensemble des constatations

(1) Voir page 119.

que nous avons déjà faites, que cette combinaison, tout en ayant le grand avantage de contribuer à ce que la couverture dont il s'agit, au lieu de rester improductive sous forme d'or effectif dans les caves de la Banque, rapporte, au contraire, un revenu (1), étant donné qu'elle consiste en toutes sortes de disponibilités à l'étranger (2), elle ne comporte, cependant, en principe, aucune infériorité vis-à-vis d'une encaisse métallique proprement dite, puisque ces disponibilités tiennent lieu de monnaies représentant de l'or ou se trouvant à la parité de l'or, et peuvent toujours être transformées en ces monnaies ou même être échangées, soit directement soit indirectement, contre du métal effectif (3).

Cependant, et c'est là que nous voulions en arriver, cette combinaison heureuse comporte aussi des inconvénients. Si dans des circonstances normales, la Banque Nationale peut toujours disposer à son gré de ses réserves à l'étranger, et les transporter même, au besoin, sous forme d'or effectif, dans ses caisses :

1° Le cas n'est pas exclu où, dans ces circonstances tout-à-fait exceptionnelles comme une guerre mondiale, et par suite de l'orientation de la politique générale de l'Etat vers l'un des groupes de belligérants, une grande partie de l'épargne nationale, celle transformée en dépôts auprès des banques des pays appartenant au groupe adverse, peut encourir un grave danger de perte définitive dans l'éventualité d'une défaite, et, en tout cas, risque de rester pendant longtemps sans utilité

(1) A la Banque Nationale ou à l'Etat, c'est-à-dire au pays. Voir page 157, note 1.

(2) Voir pages 155-157.

(3) Voir pages 116-119.

pour la couverture de la monnaie circulant dans le pays, pour la réglementation des cours du change et pour le mouvement économique en général (1). Ce danger est, sans doute, bien éloigné (2) mais des événements récents qu'il n'est pas nécessaire de rappeler, contribuèrent à rendre son importance plus évidente (3). En tout cas, le danger est assez grave pour inciter à des réflexions sérieuses (4).

(1) La situation serait naturellement analogue dans le cas où l'Etat se mettrait seul en guerre avec un autre pays, dans les banques duquel il aurait déposé des réserves de change. Seulement l'inconvénient serait alors relativement moins important.

(2) D'autant plus que la déclaration d'une guerre pouvant être souvent prévue, la Banque Nationale serait, la plupart du temps, en mesure de retirer à temps ses dépôts de change du pays avec lequel la Grèce serait en difficultés. D'ailleurs, dans tous les pays, quel que soit leur régime monétaire, leur épargne nationale peut toujours encourir, sous une forme analogue, le danger dont il s'agit ici ; on s'arrange cependant généralement pour retirer assez tôt au moins une partie des crédits, avances à court terme, etc.., consentis au marché ennemi. L'exemple des mouvements de fonds qui ont eu lieu entre la France et l'Allemagne au moment de la crise d'Agadir, est significatif.

(3) Ainsi, depuis que la Grèce est entrée en guerre aux côtés des Alliés, les dépôts de la Banque Nationale constitués en vertu de la loi de 1910, auprès des banques allemandes et autrichiennes, ne représentaient plus, en réalité, une couverture des billets correspondants, puisque la Banque ne pouvait plus tirer de lettres de change sur ces pays. Cet inconvénient était d'autant plus sérieux que la réalisation de ces dépôts, une fois la guerre finie, pouvait ne pas être certaine. Heureusement, le montant de ces dépôts ne s'élevait qu'à des sommes d'une importance secondaire, et la terminaison favorable de la guerre a fait disparaître le danger de leur perte.

(4) L'inconvénient dont il s'agit, ainsi que celui auquel nous allons venir, ont été atténués, dans une certaine mesure, par l'ar-

2° Il peut arriver aussi, et cette éventualité n'est pas tellement éloignée que la précédente, qu'un ou plusieurs pays chez lequels se trouvent les dépôts constitués en vertu de la loi de 1910, proclament le cours forcé. Dans ce cas, la monnaie dans laquelle les banques de ces pays rembourseront les dépôts de la loi ci-dessus ne représentant plus de l'or et n'étant plus échangeable contre lui, la Banque Nationale ne pourrait pas (1) transporter ces dépôts sous forme de métal dans ses caisses. De toute façon, du fait seul que la proclamation du cours forcé peut entraîner une baisse marquée et constante des cours du change du pays en question sur les marchés étrangers (2), il résultera que les billets de banque en

---

ticle 4 de la Convention passée entre l'Etat et la Banque Nationale, en date du 6 décembre 1914 et ratifiée par la loi 656 du 20 février 1915. Cet article oblige la Banque à conserver sous forme d'or effectif dans ses caisses le dixième au moins des capitaux en or dont elle dispose conformément à l'article 8 de la loi Γ Χ Μ Β. Voici les termes de cet article ;

« Des capitaux que la Banque peut se procurer en or, en vertu de la loi du 19 mars 1910, elle est tenue à en avoir dans ses caisses, au moins la dixième partie en monnaie d'or ou lingots. Cette disposition sera mise en vigueur par décret royal rendu sur la proposition des ministres des Finances et de l'Economie Nationale. »

(1) Si l'Etat avait l'intention de revenir au cours légal.

(2) Cette baisse se manifestera-t-elle aussi en Grèce ? Evidemment, puisque la Banque Nationale, si elle veut se conformer aux dispositions de l'article 8, doit, à notre avis, cesser toute opération de change sur ce pays, en vertu de l'article ci-dessus. Le marché grec, restant ainsi libre de toute réglementation officielle en ce qui concerne les cours du change sur le pays en question, il les réglera naturellement sur la base des cours internationaux. Mais en admettant même l'interprétation d'après laquelle la Banque pourra continuer à acheter et à vendre du change conformément à la loi Γ Χ Μ Β, sur le pays à monnaie dépréciée,

circulation correspondant à ces dépôts ne seront plus entièrement couverts avec de l'or d'une valeur égale à l'étranger (1).

Pour cette dernière hypothèse on pourrait objecter avec raison que la Banque Nationale est tenue, en vertu du texte même de l'article 8 de la loi de 1910 et de

---

il est manifeste qu'elle n'effectuera plus ses opérations au pair, mais sur la base de la différence existant entre la monnaie dépréciée et les autres monnaies qui continueront à représenter le pair. Voir page 117, note 2.

(1) Nous ne parlons pas dans le texte, de la question de l'arrêt du fonctionnement du système Γ X M B, en ce qui concerne le change sur le pays à monnaie dépréciée, car, étant donné qu'il s'agit là d'une simple question d'interprétation sur l'étendue de l'application de la loi de 1910, elle ne constitue pas, à proprement parler, un inconvénient ou un danger résultant du mécanisme du système de cette loi. En tout cas, quelle qu'en soit l'interprétation, le danger que nous indiquons dans le texte reste entier. Si le système Γ X M B s'arrête de fonctionner en ce qui concerne le change de ce pays, la chose est évidente. Si, par une interprétation large de la loi, il continue à fonctionner, voici comment la question se pose : En supposant une demande de change sur le pays en question, supérieure à l'offre, chose très probable d'ailleurs, la somme des billets qui retournera à la Banque par suite de cet excédent de vente de change, sera inférieure à celle constituant la diminution des dépôts de la Banque dans le pays en question. Conséquemment, une partie des billets en circulation pour le compte de la loi de 1910, resterait sans couverture. Le résultat serait le même si la Banque était obligée, par suite d'un manque de moyens de change, sur une autre place, de transporter auprès des banques de ce dernier marché, une partie de ses dépôts se trouvant dans le pays à monnaie dépréciée.

Inversement, cet inconvénient et les pertes qui peuvent en résulter pourraient être éloignées et peut-être définitivement évitées, si la Banque Nationale pouvait convertir une partie de ses disponibilités dans une autre place, en la monnaie dépréciée. Elle pourrait alors tirer sans perte (sauf celle pouvant provenir

l'esprit qui domine tout le système de cette loi (1), d'avoir toujours ses disponibilités à l'étranger en monnaies représentant le pair et convertibles en or. Par conséquent, cette dernière banque a non seulement la faculté mais aussi le devoir, dès que le cours forcé est proclamé dans un pays, de convertir ses dépôts de change dans ce pays en une autre monnaie jouissant du cours légal. L'inconvénient en question est ainsi évité.

La remarque serait juste. Il nous semble cependant qu'il ne faut pas oublier (2) : d'une part, qu'une pareille politique entraînerait toujours et immédiatement une perte importante de change (3), que la Banque aurait peut-être pu éviter (4) ; et d'autre part, qu'elle ne serait pas toujours possible comme dans le cas où le pays proclamant le cours forcé institue en même temps un contrôle du marché des changes, ou se trouve en relations économiques très étroites avec la Grèce, ou bien si

des fluctuations du change) des traites sur le pays dont il s'agit. Notons que ce n'est là qu'un simple palliatif qui laisse entière la question qui nous occupe dans le texte.

(1) Voir pages 116 et suivantes.

(2) Nous énumérons ici certains des inconvénients qu'entraîne une interprétation rigoureuse de la loi de 1910 et que nous avons laissés entrevoir à la page 117, note 2.

(3) La proclamation du cours forcé étant généralement précédée où devant fatalement être suivie immédiatement, d'une baisse de la valeur de la monnaie dans laquelle les dépôts étaient constitués.

(4) Si la monnaie dont il s'agit revenait au pair sans que, dans l'intervalle, le montant des dépôts constitués en cette monnaie soit diminué. Mais il se pourrait aussi que la Banque soit obligée plus tard, de réaliser ses dépôts avec une perte beaucoup plus grande ; et c'est ce qui est arrivé aujourd'hui.

la situation de son marché monétaire est tout-à-fait prépondérante (1).

La guerre actuelle avec ses conséquences sur le marché monétaire de presque tous les pays, a fait ressortir, comme pour le premier cas, l'importance de cette deuxième réserve. Cela nous dispense d'insister davantage sur ces deux remarques capitales relatives aux inconvénients qui découlent de ce que les réserves de change de la loi Γ Χ Μ Β, se trouvent, presque en totalité, à l'étranger.

### § 4. — *La différence établie entre le prix d'achat et le prix de vente de l'or.*

On aurait pu formuler encore une troisième remarque d'une nature différente, relativement aux dispositions de l'article 8 de la loi de 1910, qui vise la marge, minime d'ailleurs, prévue par cet article et légalement établie entre le prix d'achat et le prix de vente de l'or.

Pour le change, il nous semble que la question ne se pose même pas, étant donné que : *a*) l'achat du change à un prix un peu inférieur au pair, dans un moment d'abondance de change sur l'étranger, est une chose courante, même dans les pays à cours légal, et conforme au lois économiques naturelles : *b*) une petite

(1) Nous avons en vue, ici, un pays comme la France ou un marché comme celui de Londres.

Toutes ces questions ont été posées en Grèce dans le courant de la dernière guerre. En exposant la façon dont elles se sont présentées et ont été résolues en partie dans la pratique, nous aurons l'occasion d'expliquer plus en détail la dernière réserve que nous faisons dans le texte.

différence entre le prix d'achat et celui de vente du change, qui n'a d'ailleurs rien d'extraordinaire ni d'illogique, était peut-être nécessaire pour couvrir les dangers, frais et pertes d'intérêts, etc..., qui incombent à la Banque Nationale (1) ; elle était surtout indispensable pour laisser aux autres banques une petite marge de profits, capable de leur permettre de poursuivre leurs opérations de change (2) ; *c*) la fixation du prix de vente à un taux un peu supérieur au pair est très opportune pour la protection des réserves de la Banque, et en même temps naturelle et exempte de tout danger, puisque le dépassement de 1/2 0/0, réduit d'ailleurs peu après à 1/4 0/0 (3), du prix du pair, en ce qui concerne la vente du change, est inférieur au *gold point* de la Grèce, c'est-à-dire au cours que le change aurait pu atteindre même dans le cas d'une circulation à base métallique et sans cours forcé.

Mais, en ce qui concerne l'or, la question est plus

(1) Il est vrai que les intérêts que la Banque touche de ses dépôts à l'étranger, auraient pu suffire à contrebalancer les dépenses et les dangers envisagés. Nous reviendrons bientôt à ce point de vue.

(2) Du moment que la loi de 1910 ne voulait pas conférer à la Banque Nationale le monopole absolu du marché des changes. Il est incontestable que si cette loi imposait à la Banque Nationale d'acheter et de vendre le change au pair absolu, les autres banques n'auraient plus aucun intérêt à se livrer à des opérations de ce genre, puisqu'elles ne pourraient plus profiter d'une différence entre les prix d'achat et de vente (tout le monde devant alors préférer s'adresser à la Banque Nationale), tandis qu'elles n'auraient plus à compter sur une spéculation sur les cours prochains du change (ce dernier étant dorénavant fixé constamment au pair).

(3) Voir page 59.

compliquée. En effet, l'adoption d'une différence, si minime soit-elle, entre l'achat et la vente de l'or, présuppose forcément, soit l'achat de l'or à un taux inférieur au pair, soit sa vente à un taux supérieur, soit les deux à la fois. Et c'est ce dernier cas qui est celui de l'article en question puisqu'il fixe l'achat au pair « au maximum » et la vente de 1 0/00 supérieure au pair (1).

Cependant, l'achat de l'or au-dessous du pair est très peu justifié et est inopportun pour la Grèce car : *a)* la Grèce faisant partie de l'Union Latine, ne peut pas fixer par voie législative le taux de la monnaie d'or au-dessous du pair, sans violer l'acte international qu'elle a signé ; *b)* une pareille dépréciation officiellement permise de la monnaie d'or, ne peut avoir comme résultat que d'élever un obstacle à son importation dans le pays, résultat absolument contraire au but poursuivi et qui consiste dans la préparation du terrain pour le retour au cours légal, par l'enrichissement du pays en monnaies d'or, par l'accroissement de la réserve métallique des banques et par la familiarisation du public avec l'usage des monnaies d'or dans la circulation (2).

Quant à la vente de l'or au-dessous du pair, elle prête à discussion. En effet, pour appuyer et justifier la dis-

(1) Voir pages 56-57.

(2) Il est vrai que, dans la pratique, la Banque Nationale, qui a un besoin d'or si urgent pour reconstituer sa réserve, sera trop heureuse d'acheter l'or qu'on lui offrira et se gardera bien de fixer un prix inférieur au maximum de la loi, c'est-à-dire au pair. Car même en achetant au pair, la Banque profite toujours de la différence des frais de transport d'or effectif qu'elle aurait dû payer si elle voulait renforcer son encaisse par une importation d'or de l'étranger.

position de la loi sur ce point on peut avancer un argument de tout premier ordre, c'est-à-dire que, de cette façon et avec une prime tout-à-fait minime sur le prix de vente de l'or, la Banque arrive à protéger son encaisse or (1). Et pour arriver au maintien du pair en ce qui concerne le prix de la monnaie nationale, il ne suffit pas de concentrer de l'or et du change, il faut le conserver en dépôt toujours renouvelable. Aussi toutes les banques d'émission, même les plus solides de l'Europe, ont souvent recours à des procédés analogues pour préserver leur encaisse métallique, qui est la plupart du temps en danger par suite de simples tendances de spéculation du marché (2). On aurait pu cependant opposer à cet argument sérieux qu'il existe un autre moyen classique et plus fréquemment appliqué dans les marchés étrangers pour préserver l'encaisse métallique, voire la hausse du taux de l'escompte, qui attire les capitaux étrangers (c'est-à-dire l'or) dans le pays. On peut pourtant se demander si dans un pays se trouvant dans les circonstances monétaires et, en général, économiques de la Grèce, le procédé ci-dessus aurait pu produire son effet habituel (3).

En tout cas, depuis 1911, le Gouvernement a trouvé que la fixation d'une prime quelconque sur le prix de vente de l'or, n'était pas ou n'était plus nécessaire, puisqu'il a obligé la Banque Nationale à vendre au pair tout

---

(1) Si péniblement constituée et si difficilement renouvelable dans un pays dépourvu d'or, comme la Grèce.

(2) Quoiqu'elles ont toujours recours pour cela à des moyens détournés pour ne pas violer le principe du cours légal et de la remboursabilité en or des billets. Voir pages 129 et 130, note 2.

(3) Voir pages 131-132.

l'or acheté au moyen des billets émis depuis le 1er août 1911 (1). La question de la vente de l'or au-dessus du pair ne se pose donc plus pour tout l'or acheté, à partir de cette date en vertu de l'article 8 de la loi Γ X M B.

### § 5. — *La prépondérance et les profits de la Banque Nationale.*

Il y a, enfin, un dernier reproche qu'on pouvait faire, et qu'on n'a pas manqué de faire au nouveau système de circulation et de change créé par l'article 8. Ce reproche (2) est de nature plus pratique et vise directement la Banque Nationale de Grèce. Il est basé sur le fait que les dispositions de l'article ci-dessus assurent à la Banque une prépondérance manifeste et lui créent une source de profits très élevés.

1. En ce qui touche la question de la prépondérance de la Banque Nationale, il est incontestable que la loi Γ X M B en confiant uniquement à cet institut d'émission, qui n'est, en somme, qu'une société privée par actions, le soin de gérer son système, elle lui a conféré un privilège supplémentaire et exclusif d'émission, capable d'accroître démesurément sa force, et un droit, sinon de monopole, du moins de contrôle du marché des changes, susceptible de lui assurer une suprématie indéniable sur les autres banques et sur le marché en général (3).

---

(1) Conformément aux décrets successifs qui ont paru à partir de la date ci-dessus, en exécution de l'article 8 de la loi de 1910. Voir page 59.

(2) Qui se rattache d'ailleurs, aux deux réserves précédentes.

(3) Il est vrai que la Banque Nationale n'a jamais abusé de

Il ne s'agit pas, pour le moment, de discuter la question de savoir si le fonctionnement du système de la loi Γ X M B ne devrait pas être plutôt confié à un organisme gouvernemental (1), ou bien celle de l'unité ou de la pluralité des banques d'émission. Contentons-nous simplement de signaler que le Gouvernement grec, ayant déjà adopté et poursuivi la politique d'une banque d'émission unique et privée (2), il était, en

---

cette suprématie et de cette force pour accabler les autres banques, et qu'elle a généralement cherché à combiner ses propres intérêts avec ceux plus généraux du pays. Mais cette attitude de la Banque n'affecte nullement la question de principe qui nous intéresse ici, et ne diminue en rien l'importance des prérogatives que la loi Γ X M B lui a conférées.

(1) Nous ne voulons pas aborder ce sujet, que nous préférons étudier quand il s'agira de rechercher les modifications dont la loi de 1910 pourrait être l'objet. Ce qu'il importe, en effet ici, c'est d'apprécier les dispositions de cette loi telles qu'elles existent actuellement, l'analyse qui fait l'objet de ce chapitre étant une étude de *lege lata* et non pas de *lege ferenda.*

(2) Depuis la fin du dernier siècle, époque à laquelle l'Etat a encouragé et approuvé la fusion de la Banque Nationale avec celle d'Epiro-Thessalie. A partir de cette date (1899), le Gouvernement n'a plus renouvelé le privilège de la Banque Ionienne, qui expire en 1920 et qui passera en vertu de la Convention du 28 février 1902 ratifiée par la loi du 16 mars 1902, à la Banque Nationale, pas plus que celui de la Banque de Crète (depuis l'incorporation de cette île au Royaume), lequel devait venir normalement à échéance en 1929 et qui devait aussi passer alors à la Banque Nationale, conformément à la convention du 6 décembre 1914 ratifiée par la loi du 20 février 1915. Cette dernière Convention ayant aussi autorisé la fusion de la Banque Nationale avec la Banque de Crète, cette fusion vient de s'effectuer dans le courant de la présente année ; de sorte que, à partir de l'année prochaine la Banque Nationale sera investie du monopole d'émission. Toute cette série d'actes, que nous avons tenu à rappeler ici (voir également pages 29-31), démontre clairement une politique ferme de

somme, naturel, qu'il confiât le nouveau privilège d'émission additionnelle à la Banque Nationale. C'était juste aussi dans une certaine mesure :

Le privilège de cette dernière Banque, n'ayant été limité à un maximum fixe de 60 millions (1) au moment de la dernière proclamation du cours forcé, que dans le but d'éviter, autant que possible, une inflation monétaire et une hausse exagérée du change (2), il n'y avait pas de raison, une fois le change revenu au pair et la circulation réduite au point de provoquer une gêne monétaire, que la Banque ne recouvràt pas le droit d'accroître ses émissions, tant que cet accroissement ne pouvait pas remettre en danger la parité du change (3). A ce point de vue, la loi Γ X M B apparaît

la part du Gouvernement hellénique, poursuivant méthodiquement le retour à la banque unique d'émission.

(1) Augmenté depuis de 5.096.380 drachmes, par suite de l'absorption de la Banque d'Epiro-Thessalie. Voir pages 29-30.

(2) Voir page 29, note 2. — Dans son rapport sur l'année 1885, le Gouverneur de la Banque Nationale justifiait à ses actionnaires, la soumission de la Banque à la mesure dont il s'agit, par l'espoir que cette mesure : « aurait contribué à l'atténuation de la hausse du numéraire et du change sur l'étranger ». D'ailleurs, la Banque Nationale n'aurait jamais pu supposer à cette époque, que les émissions pour le compte de l'Etat et, par conséquent, les cours du change auraient monté aux chiffres que nous connaissons, et que le cours forcé aurait duré de droit jusqu'à aujourd'hui.

(3) Dans le rapport de la Banque Nationale pour l'année 1910, son Gouverneur insiste beaucoup sur cet argument. Il semble, néanmoins, en exagérer un peu l'importance quand il affirme que la Banque avait en 1885, le droit absolu de refuser à l'Etat l'avance en billet de banque à cours forcé, laquelle équivaudrait à une émission de papier-monnaie de la part de l'Etat, en violation du privilège de la Banque, pour en déduire que l'élévation

comme ayant apporté au privilège de la Banque Nationale, une restriction plutôt qu'une extension, puisque cette dernière Banque, au lieu de pouvoir profiter des émissions autorisées en sus de son maximum, pour effectuer toutes sortes d'opérations rémunératrices, n'avait le droit de s'en servir que dans le but spécial d'acheter de l'or ou du change sur l'étranger.

II. Cependant, même sous cette restriction, le droit d'émission supplémentaire accordé à la Banque Nationale par l'article 8 de la loi de 1910, apparaît comme une source de bénéfices très importants pour elle. Il est facile de trouver, en se reportant aux explications qui ont précédé, quels sont les chefs de ces nouveaux profits qui découlent de l'autorisation d'émission de la nouvelle catégorie de billets :

*a*) La Banque Nationale profite de la différence entre le prix d'achat et le prix de vente du change et de

---

du montant des émissions pour le compte de la Banque en 1910, constituait un droit intangible pour elle.

Le Gouvernement en n'émettant pas en 1885, à proprement parler, des billets d'Etat, ne faisait que respecter le privilège de la Banque Nationale qu'il avait, d'ailleurs, le droit absolu de ne pas renouveler à son expiration. S'il est vrai qu'avant cette expiration il fixait un maximum aux émissions de la Banque, contrairement à la convention passée avec elle et à ses statuts, il ne faut pas oublier d'une part, que le Gouvernement dispensait en même temps la Banque de toute obligation de couverture et de remboursabilité de ses propres billets et, d'autre part, que de toute façon, la Banque n'aurait jamais pu, après 1885, faire dépasser de fait à sa propre circulation, le chiffre de 60 millions. Aussi, l'autorisation accordée en 1910 par le Gouvernement de la Banque Nationale, de procéder à une émission supplémentaire de billets, loin de pouvoir être considérée comme une obligation légale, ou même morale, de ce dernier, ne constituait, en somme, qu'un acte

l'or (1). Et, étant donné que d'une part, la Banque a, grâce à l'article 8, presque le monopole des opérations de change en Grèce et que, d'autre part, il n'est pas fixé dans le texte ci-dessus, de minimum pour le prix d'achat, cette différence constitue un bénéfice qui peut s'élever et s'élève effectivement chaque année à d'assez grosses sommes (2).

*b*) Elle touche des intérêts sur ses dépôts à l'étranger, constitués en vertu de la loi de 1910 (3). Et si le taux de ces intérêts n'est généralement pas très élevé, leur montant peut atteindre des chiffres tels que les bénéfices qui en découlent pour la Banque sont susceptibles de s'élever chaque année à des sommes très importantes. Il est évident que ces intérêts constituent un profit pour ainsi dire net pour la Banque puisqu'elle se le procure au moyen de billets de banque qu'elle lance sur le marché, sans avoir à se préoccuper de leur couverture et sans avoir à engager la moindre partie de ses disponibilités (4).

---

d'équité envers la Banque que le Gouvernement avait toute latitude de refuser.

(1) Voir pages 178 et suivantes.

(2) Les profits de la Banque de ce chef ont sensiblement augmenté depuis 1915, étant donné qu'à partir de cette date le maximum du prix de vente fixé dans l'article 8 ne peut plus jouer, du moins d'une façon stricte, en ce qui concerne les opérations de change sur les grands pays belligérants, qui sont de beaucoup les plus importantes. Cette circonstance est due au fait que les changes de ces pays ont baissé sur le marché grec de façon à ne plus représenter le pair, c'est-à-dire le prix de la drachme or. Nous réservons pour plus tard l'explication détaillée de ce phénomène.

(3) Voir pages 155-157 et 172-173.

(4) Il y a même des personnes qui, soit par ignorance, soit par

Sans vouloir nier l'importance et le bien-fondé du reproche adressé à l'article 8 et relatif aux avantages pécuniaires que la Banque Nationale peut en tirer, nous devons, comme nous l'avons toujours fait jusqu'ici, faire certaines remarques (1) qui sont de nature à atténuer et peut-être même à justifier dans une certaine mesure, les bénéfices que la Banque peut réaliser par le système de l'article 8 et qui sont indiquées ci-après :

1° Les bénéfices dont il s'agit sont loin de constituer un profit net pour la Banque. Voici pourquoi : *a*) la Banque a à sa charge les frais de fabrication des billets, ce qui constitue pour elle une dépense appréciable ; *b*) elle doit verser les commissions et autres frais pour le transfert et la répartition de ses dépôts sur les différentes places (2) ; *c*) enfin et surtout, elle peut subir

---

mauvaise foi, ont reproché à l'article 8 de la loi de 1910 de permettre à la Banque de toucher sur les billets dont il autorise l'émission, deux sortes d'intérêts à la fois : celui des dépôts en or à l'étranger et celui provenant de l'emploi des nouveaux billets de banque à l'intérieur du pays. Il sera superflu de réfuter cette allégation, car il est clair que la Banque ne peut mettre en circulation ses nouveaux billets que pour racheter du change et de l'or, c'est-à-dire pour une opération par laquelle elle se dessaisit complètement de ses billets et ne peut toucher d'intérêts sur leur montant.

(1) Nous le ferons d'autant plus volontiers que les attaques contre la Banque Nationale à propos de l'article 8 de la loi FXMB, ne furent pas toujours désintéressées et, par conséquent, impartiales.

(2) Quant à la différence de change qui pourrait résulter de la nécessité de transférer ces disponibilités d'une place étrangère à l'autre, cette différence peut être naturellement aussi bien à son profit qu'à son détriment.

des pertes importantes du fait de la baisse du change sur un des pays où ses disponibilités sont déposées (1), car elle peut être amenée, vu son obligation de fournir du change tant que ses dépôts ne sont pas épuisés, à vendre le change sur ce pays, qui a été acheté aux environs du pair (2), à un prix sensiblement inférieur (3).

2° Si on approfondit un peu les choses, on trouve que les bénéfices de la Banque résultant de la différence entre le prix d'achat et celui de vente du change, ne sont pas tellement exagérés. Car, en dehors du fait que la Banque doit couvrir au moyen de ces profits une partie de ses frais généraux (4), il ne faut pas perdre de vue qu'elle ne peut pas s'éloigner, dans la fixation du prix d'achat du change (5), des cours de la bourse, limitée qu'elle est par le jeu des lois économiques na-

---

(1) Chose toujours possible même dans les pays à cours légal où se trouvent les réserves de la loi Γ X M B, si ces pays sont amenés, pour une raison ou pour une autre, à proclamer le cours forcé. Voir pages 175-176.

(2) Dans le cas où l'offre actuelle de change sur ce pays serait inférieure à la demande.

(3) Par suite de la guerre européenne, le cas s'est présenté et a même pris des proportions très graves, non seulement pour la Banque, mais aussi pour l'épargne nationale. Nous en parlerons longuement dans un des chapitres suivants.

(4) Qui se sont forcément accrus du fait même de l'élargissement du cercle de ses opérations de change.

(5) Puisque ce n'est que par la fixation de ce prix le plus bas possible, qu'elle peut élargir la marge de son bénéfice, étant donné que le prix de vente est forcément fixé presqu'au pair, limité qu'il est par les maxima du texte de l'article 8 qui ont d'ailleurs été réduits, comme nous l'avons déjà indiqué, depuis 1911.

turelles. En effet : *a*) Elle a toujours à redouter la concurrence des autres banques (1), étant donné qu'elle est, en somme, loin d'avoir le monopole exclusif du change ; et *b*) rien n'empêche le commerce grec d'envoyer ses lettres de change pour être touchées directement à l'étranger s'il trouve un avantage à cette opération. Et, de fait, le prix d'achat de change de la Banque Nationale est toujours fixé de façon à être à peine inférieur aux cours de la bourse (2).

3° Quant aux intérêts des dépôts à l'étranger, qui constituent en réalité, une ressource très importante et un gain trop facile pour la Banque, l'Etat n'a pas tardé à reconnaître cet inconvénient de l'article 8 et à en atténuer les effets au profit du Trésor. Ainsi, depuis que la dernière convention entre l'Etat et la Banque Nationale, en date du 6 décembre 1914, a été ratifiée par la loi 656 du 20 février 1915, l'Etat participe, en vertu de l'article 5 § *b*) de la convention ci-dessus, aux profits en question, dans une forte proportion (3).

---

(1) Malgré la pression qu'elle peut exercer sur elles.

(2) Signalons cependant que, depuis la guerre, pour des raisons multiples qu'il est inutile d'énumérer ici, mais qui se dégageront d'elles-mêmes des faits qui seront exposés dans les chapitres suivants, les profits de la Banque Nationale, par suite de ses opérations de change, doivent avoir sensiblement augmenté.

(3) Voici quels sont les termes du texte auquel nous faisons allusion :

« A partir du 1er janvier 1915, le fisc participe : ..... 2° aux bénéfices résultant pour la Banque de toutes dispositions à intérêts des capitaux provenant de la loi Γ X M B du 19 mars 1910, à partir de la somme de 50.000.000 de drachmes or et au-dessus, dans les proportions suivantes :

*a*) de 30 0/0 sur le bénéfice résultant des capitaux placés à

Telles sont les considérations qu'il ne faut pas perdre de vue quand on veut se former une opinion exacte sur l'importance des avantages que la Banque Nationale recueille de la loi Γ X M B, et qui ont souvent été exagérés au point de prétendre que cette loi n'avait d'autre but que de servir les intérêts du premier institut d'émission (1). Malgré tout, la prépondérance et les profits de la Banque depuis 1910, constituent un fait indéniable, qui peut présenter certains bons côtés (2), mais a également des aspects fâcheux. Nous examinerons cette situation, ainsi que les améliorations dont elle serait susceptible, quand il s'agira de rechercher les modifications à apporter au régime de circulation fiduciaire actuel de la Grèce.

---

intérêts, de drachmes en or 50.000.000 jusqu'à drachmes or 150.000.000.

*b*) de 40 0/0 sur le bénéfice résultant des capitaux placés à intérêts, de drachmes or 150.000.000 jusqu'à drachmes or 200.000.000.

*c*) de 50 0/0 sur le bénéfice résultant des capitaux placés à intérêts, de drachmes or 200.000.000 et au-dessus. »

Pour démontrer l'importance des intérêts que la Banque touche annuellement de ses dépôts pour le compte de la loi Γ X M B, nous nous contenterons de noter que le montant de la participation du Trésor aux bénéfices en question s'est élevé, en :

| | | |
|---|---|---|
| 1915 . . . . . . . . . . | à drachmes | 325.062,25 |
| 1916 . . . . . . . . . . | » | 1.432.588,05 |
| 1917 . . . . . . . . . . | » | 3.707.433,90 |
| 1918 . . . . . . . . . . | » | 5.393.474,35 |
| 1919 . . . . . . . . . . | » | 3.503.551,80 |

(1) Voir page 63, note 3.

(2) La force et le crédit de la Banque Nationale constituent un fondement solide sur lequel le pays et l'Etat peuvent s'appuyer, principalement dans les circonstances difficiles.

## DEUXIÈME PARTIE

## LE SYSTÈME DE LA LOI ΓΧΜΒ DANS SON APPLICATION. SES EFFETS SUR LA SOLIDITÉ ET L'ÉLASTICITÉ DE LA CIRCULATION. SON INFLUENCE POUR LE MAINTIEN DU CHANGE AU PAIR.

---

## CHAPITRE PREMIER

## LA PÉRIODE 1910-1914. LE DÉVELOPPEMENT RAPIDE DU FONCTIONNEMENT DU SYSTÈME, ET SON SUCCÈS, MIS A L'ÉPREUVE PAR DES CRISES SUCCESSIVES.

### SECTION I

### L'action de la loi du 19 mars 1910 sur la circulation fiduciaire et le change grec, durant les cinq premières années de son application.

#### § 1. — *La situation de la circulation fiduciaire.*

Dans le chapitre précédent, nous avons essayé de donner une analyse aussi claire que possible des dispositions de l'article 8 de la loi du 19 mars 1910. Il ne nous reste plus qu'à étudier les effets de l'application du nouveau système d'émission introduit par l'article ci-des-

sus, sur la solidité et l'élasticité de la circulation fiduciaire du pays, ainsi que l'influence exercée dans la pratique par ce système pour la fixité des cours du change.

Pour mieux atteindre ce but, il nous semble utile de diviser les quelques années pendant lesquelles la loi Γ X M B a eu le temps de s'appliquer, en trois périodes, dont la première s'étend jusqu'à 1915. Cette distinction est nécessaire, car tandis que dans cette première période, malgré les événements insolites qui la marquèrent, le système a pu fonctionner normalement, sans obstacle et dans son intégralité (1), depuis 1915, au contraire, le bouleversement général des changes de tous les pays ainsi que l'entrée en guerre de la Grèce aux côtés des Alliés et ses conséquences, ont donné un aspect nouveau et imprévu à la situation, et ont rendu inévitables certaines modifications dans l'application des dispositions de l'article 8, faits qui feront l'objet des deux chapitres suivants. Dans celui-ci nous nous bornerons à examiner la situation de la circulation fiduciaire et du change en Grèce pendant la première période (1910-1914) de la mise en application de l'article 8 de la loi Γ X M B.

Le tableau ci-après donnera tout de suite une idée de la circulation fiduciaire du pays pendant la période quinquennale qui nous intéresse en ce moment.

---

(1) Sauf quelques légers changements devenus déjà nécessaires à la fin de 1914 et que nous indiquerons dans la suite.

## CIRCULATION

| Années au 31 décembre | Banque Nationale | | | Banque Ionienne | Banque de Crète (2) | Total de la circulation |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pour le compte de l'État (1) | Pour le compte de la Banque | Pour le compte de la loi de 1910 | Pour le compte de la Banque | Pour le compte de la Banque | |
| 1910 | 61 778.575 | 42.601.369 | 21.476.248 | 6.366.989 | — | 132.223.131 |
| 1911 | 61.778.575 | 42.718.984 | 30 850.000 | 6.337.792 | — | 141.685.351 |
| 1912 | 61 778.575 | 34.967.602 | 100.000.000 | 6.255 524 | 3.162.500 | 206.164.201 |
| 1913 | 61.778 575 | 6.870 863 | 165.825.610 | 6.351.059 | 4 146.475 | 244 972.582 |
| 1914 | 60.951.915 | 37.741.934 | 153 513.100 | 6.520 823 | 5.878.275 | 264.606.047 |

(1) Dans cette colonne ne sont pas comprises les petites coupures de une et deux drachmes, d'un total nominal de 12 millions de drachmes, étant donné qu'elles ont été totalement retirées de la circulation au début de la période comprise dans le tableau. Vu cette réduction importante en bloc de la totalité des billets à cours forcé émis pour le compte de l'État, la circulation des grosses coupures de la Banque Nationale pour le compte de ce dernier, ne diminue pas régulièrement, comme précédemment de 2 millions par an. Nous avons déjà exposé la combinaison dont l'application explique ce retard apparent dans l'extinction de la dette de l'État en billets à cours forcé. Voir pages 25-36

(2) A partir de 1912, nous faisons rentrer dans la circulation fiduciaire du pays les billets émis par la Banque de Crète, étant donné que cette île faisait déjà, de fait, partie de la Grèce à la fin de cette année. Cette Banque, en vertu d'une convention passée avec le Gouvernement de Crète (voir décrets de l'État de Crète : 1 du 10 mai 1899 sur la fondation de la Banque de Crète ; 2. du 30 septembre 1899 portant ratification des statuts de la Banque de Crete ; 3. du 30 septembre 1899, sur l'émission des billets de banque), possède le privilège exclusif d'émission de billets de banque dans l'île pour un maximum ne pouvant pas dépasser le double du capital et les réserves. Ce privilège a été respecté par le Gouvernement Grec, lequel dans la dernière convention passée avec la Banque Nationale de Grèce (du 6 décembre 1914), relative à l'extension de ses privilèges dans les nouveaux territoires et ratifiée par la loi 656 du 20 février 1915 a fait insérer la stipulation suivante :

*Article 1er* — «... En Crète le privilège exclusif de l'émission des billets de Banque aura lieu seulement à partir de la fusion de la Banque de Crète avec la Banque Nationale. Le droit d'extension du sus-dit privilège est accordé dès maintenant à la Banque Nationale et entrera en vigueur, au cas où la fusion n'aurait pas lieu avant, à partir de l'expiration du privilège de la Banque de Crète ».

Ce privilège expirait le 30 septembre 1929, mais les négociations engagées dans le courant de 1919, en vue de la fusion de ces deux établissements, ont abouti à un accord dont les termes ne sont pas encore connus officiellement. D'après nos renseignements, cet accord prévoit l'absorption de la Banque de Crète par la Banque Nationale et la cession dès aujourd'hui à cette dernière du privilège d'émission, pour un maximum de 10 millions de drachmes, que la Banque de Crète possède jusqu'à 1929. La Banque Nationale s'engage à racheter le capital actions de la Banque de Crète au prix de 205 drachmes par action (les cours en bourse de ces actions étaient à ce moment de 19[illegible] drachmes) et à conserver les succursales et les employés de cette dernière Banque.

Voyons maintenant quelle était la couverture de ces billets, soit dans les caisses des Banques, soit à l'étranger.

COUVERTURE

| Années au 31 décembre | Banque Nationale | | | | Banque de Crète |
|---|---|---|---|---|---|
| | Or | Argent et Cuivre | En vertu de la loi de 1910 | | Or (1) |
| | | | Or | Dépôts en Or à l'étranger | |
| 1910 | 4.078.855 | 500 000 | 3.074.680 | 18.401.568 | — |
| 1911 | 5.650 004 | 4.098.001 | 4.245.890 | 26.604.110 | — |
| 1912 | 14.036.703 | 2 261.484 | 1.645.890 | 98.354.110 | 3.162 500 |
| 1913 | 14.297 663 | 1.796 624 | 10.725.000 | 155.100.610 | 4.146 475 |
| 1914 | 36.712.778 | 2.454.149 | — (2) | 153.513.100 | 5.878.275 (3) |

(1) Dans les caisses de la Banque ou déposé à la Banque Nationale, et dépôts à l'étranger.

(2) Nous indiquerons plus loin la raison de cette absence d'or à la fin de 1914.

(3) Les billets de la Banque de Crète, qui sont à cours légal, ont toujours été couverts en totalité. Et si on prend en considération qu'elle a normalement dans ses caisses une assez forte somme de billets de la Banque Nationale, et qu'on en déduise le montant de celui de sa propre circulation, on trouve que la Banque de Crète possède une couverture dépassant généralement sa circulation effective. Nous avons cependant préféré inscrire comme couverture des billets de cette Banque à la fin de chaque année, une somme égale à leur montant en circulation, pour éviter les explications relatives au total des disponibilités et exigibilités de cette Banque, qui deviendra ent nécessaires pour trouver le montant exact de la couverture proprement dite et qui nous éloigneraient beaucoup de notre sujet principal — Signalons à cette occasion que si la circulation de la Banque de Crète jouissait et jouit encore du cours légal, néanmoins, en vertu de la loi 1269 du 10 avril 1918, dès que la fusion des deux instituts d'émission sera un fait accompli, la force des dispositions de la loi AΣOΓ' du 4 novembre 1885 : « sur la suspension du remboursement des billets de la Banque Nationale » (Voir page 24, note 3 et page 29, note 1), sera étendue de plein droit à l'île de Crète.

## § 2. — *Considérations sur l'évolution satisfaisante des conditions de la circulation*

Du rapprochement de ces deux tableaux, il ressort une amélioration considérable dans les conditions de la circulation fiduciaire de la Grèce. Disons tout de suite que cette amélioration est due, en premier lieu, à l'art. 8 de la loi de 1910.

L'accroissement rapide de la circulation pour le compte de cette loi, donne une idée frappante de l'application large qu'a eu le système introduit par elle (1). Cet accroissement démontre clairement l'importance de l'excédent annuel de la balance des comptes en faveur du pays (2),

---

(1) Des décrets royaux successifs, émis en vertu de l'article 8 de la loi Γ Χ Μ Β, débutèrent d'abord par l'autorisation d'une émission de 10 millions de drachmes (décret du 14 septembre 1914), et élevèrent ensuite le maximum des émissions des billets pour le compte de cette loi à 25 millions de drachmes à la fin de 1910, à 35 millions fin 1911, à 100 millions fin 1912, à 175 millions fin 1913 et à 200 millions fin 1914.

(2) Il ne faut pas, en effet, perdre de vue que cet accroissement rapide de la circulation des billets pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β, serait, comme il ressort de nos explications précédentes, absolument impossible, si la balance des comptes de la Grèce ne s'équilibrait pas régulièrement, en laissant un excédent à l'actif du pays. Cet excédent permanent dans la balance des comptes n'a rien de surprenant au point de vue technique, quand on pense que, depuis 1910, il ne pouvait avoir aucune répercussion sur les cours des changes, lesquels, s'ils étaient laissés libres, seraient de nature à ramener par suite de leur baisse sur la place d'Athènes, l'équilibre dans la balance des comptes de la Grèce. Mais — dira-t-on — cette balance était déjà régulièrement favorable avant 1910 (voir pages 92-97), c'est-à-dire au moment où les cours du change n'étaient pas encore réglementés, et malgré tout, ils n'ont point contribué à renverser

ainsi que la mesure dans laquelle cette loi a contribué à faciliter les échanges à l'intérieur (1).

Ce qui présente surtout une importance capitale, c'est que toute cette circulation supplémentaire est, grâce au système Γ Χ Μ Β, entièrement couverte avec de l'or ou du change à l'étranger (2). D'après le deuxième tableau

---

la situation. La réponse se trouve dans le fait, qu'en dépit de la balance favorable, les changes n'ont pas baissé à cette époque au-dessous du pair, et cela pour des raisons inhérentes à la valeur de la drachme et expliquées déjà dans le deuxième chapitre de la partie précédente.

Comme le fait remarquer l'auteur anonyme d'une étude sur « La Drachme », publiée récemment dans le journal de Smyrne *Amalthia* (septembre 1909) : « l'augmentation subséquente des disponibilités en or et en change, due à cette loi, présente la meilleure preuve du degré de changement très favorable de la balance des comptes du pays. »

Il y a lieu, néanmoins, de noter que parmi les facteurs qui ont contribué à faire solder pendant la période 1910-1914 la balance économique de la Grèce en sa faveur, se trouve la réalisation des deux avances accordées par la France en décembre 1912 et avril 1913, ainsi que d'une partie de la première tranche (250 millions, dont l'autre partie a tout simplement consolidé les avances ci-dessus) de l'emprunt de 500 millions contracté en France en février 1914. Cette réalisation s'est naturellement effectuée par l'intermédiaire du système de la loi de 1910. Si les émissions de nouveaux billets qui en ont résulté n'ont pas provoqué une inflation, c'est qu'elles correspondaient à une période d'essor économique et à un besoin d'argent liquide par suite des guerres successives. Sinon le mécanisme même de la loi Γ Χ Μ Β aurait vite fait disparaître les nouveaux billets de la circulation. Voir pages 122 et suivantes.

(1) Depuis 1910, la gêne monétaire habituelle pendant le deuxième semestre de l'année ne s'est plus manifestée.

(2) Ce qui constitue surtout le grand avantage qui découle de l'existence de cette couverture, laquelle n'est pas autre chose que la mise en réserve de l'excédent toujours croissant de la balance

ci-dessus, une petite proportion de cette couverture provient d'achats d'or effectif sur place et se trouve dans les caisses mêmes de la banque (1) ; la plus grande partie

---

des comptes, ce n'est pas tant celui découlant du point de vue pur et simple qu'elle sert à couvrir de 100 0/0 une grande partie de la circulation fiduciaire du pays (ce qui n'a d'importance que pour le retour éventuel au cours légal), mais plutôt celui suivant lequel elle constitue en même temps une réserve précieuse destinée à équilibrer, sans le moindre écart des cours du change, la balance des comptes du pays, dans le cas où elle deviendrait défavorable, à un moment donné.

(1) La faiblesse du montant des achats d'or effectif, est tout-à-fait naturelle dans un pays où, après une période de 25 ans de cours forcé et de hausse continuelle du change, les monnaies métalliques étaient tellement rares. Ces achats n'auraient même jamais pu prendre les proportions que nous avons vues dans le tableau ci-dessus (voir page 194), sans la coïncidence d'une balance des comptes sensiblement favorable. Ce qui doit, par contre, attirer l'attention, c'est l'empressement avec lequel le public allait échanger son or contre des billets au pair et, inversement, le fait qu'il ne s'est guère soucié d'exercer son droit de demander le remboursement en or de ses billets (lequel devait s'effectuer, à partir de 1911, au pair), jusqu'à concurrence du métal effectif se trouvant à l'actif de la loi Γ X M B. Ce phénomène, qui a eu comme conséquence l'augmentation de l'encaisse métallique proprement dite de la Banque Nationale, ne peut s'expliquer que par le peu d'importance que le public attache généralement à une monnaie métallique, vu les inconvénients du volume et du poids, ainsi que par la confiance absolue que le billet de banque lui inspirait.

Il importe cependant de signaler que l'accroissement des réserves en or de la loi Γ X M B, surtout en 1913, doit être aussi attribué à la politique pratiquée par la Banque Nationale, de renforcement de sa réserve métallique à l'intérieur, en vue du retour au cours légal. Sans vouloir discuter ici l'opportunité d'une pareille mesure (cela fera l'objet d'un des chapitres suivants), notons simplement que la Banque Nationale ne perdait aucune occasion, bien qu'elle n'y était nullement obligée par les disposi-

représente le produit des lettres de change sur l'étranger achetées par la Banque, et se trouve déposée auprès de banques étrangères de tout premier ordre.

Mais ce qui est encore plus caractéristique c'est que même la circulation des billets de la Banque Nationale pour son propre compte et en dehors de la loi de 1910, possède dès lors une couverture de plus en plus considérable, qui a même été supérieure au montant de cette circulation pour les deux dernières années de la période (1). En effet, la proportion entre la circulation pour le compte de la Banque Nationale et l'encaisse métallique qui sert à la couvrir (2), qui n'était que de

tions de l'article 8, pour transformer les disponibilités de la loi en question en monnaies d'or, qu'elle transportait dans ses caisses. Il est clair que la Banque Nationale n'aurait jamais pensé à suivre une pareille politique (qui nécessite, d'ailleurs, souvent le versement d'une prime et des frais de transport assez élevés), si elle avait constaté une tendance du public à lui demander le remboursement de ses billets contre l'or de la loi Γ X M B.

(1) Cette portion de circulation n'étant point remboursable tant que durera le cours forcé, la signification de l'existence d'une couverture suffisante correspond à la possibilité du retour prochain au cours légal. Nos explications relatives à l'influence de la loi Γ X M B pour la préparation du terrain en vue dudit retour, sont confirmées par les faits.

(2) Dans les rapports annuels de la Banque Nationale, toutes les fois que son Gouverneur, en analysant le bilan de la Banque, veut indiquer la proportion existant entre la couverture et la circulation totale, ou bien celle pour le compte de la Banque, il fait entrer aussi en ligne de compte les disponibilités à l'étranger pour le compte de cette dernière (en dehors de celles de la loi de 1910). Il ne nous semble pas que cette façon de procéder soit la meilleure. Car, s'il est incontestable que les disponibilités en question représentent de l'or à l'étranger, et que les statuts de la Banque (qui ne sont d'ailleurs pas en vigueur actuellement) lui

0,107 en 1910, montait déjà à 0,228 en 1911 et à 0,466 en 1912, pour atteindre 2,342 en 1913 et 1,038 en 1914 (1).

Cette situation surprenante à première vue, est due :

---

permettent de comprendre dans son encaisse ses dépôts à l'étranger (voir page 32), il ne faut pas perdre de vue que ces mêmes statuts comparent l'encaisse ainsi constituée, non seulement avec le montant de la circulation, mais aussi avec celui des dépôts à vue, dont une certaine partie est d'ailleurs remboursable depuis 1910 en monnaies étrangères (§ 2 de l'article 8 de la loi de 1910). Et dans la situation actuelle du cours forcé, il nous semble que les disponibilités à l'étranger dont il s'agit, intéressent beaucoup plus en tant que disponibilités pour le remboursement éventuel des dépôts à vue, qu'en tant qu'or à l'étranger pour la remboursabilité des billets, laquelle ne peut pas être demandée pour le moment. Or, ici il ne s'agit pas de donner la proportion entre les disponibilités et les exigibilités de la Banque Nationale, mais celle entre la couverture métallique et la circulation et, dans ce cas, il nous semble qu'après avoir mis de côté la circulation et la couverture de la loi l'X M B (laquelle est basée sur des principes différents, a un but tout-à-fait spécial, et ne doit pas être confondue avec le reste du bilan de la Banque Nationale), il ne faut plus considérer que l'encaisse métallique effective comme couverture de la circulation pour le compte de la Banque. C'est en partant de ce point de vue que nous avons dressé les tableaux des pages précédentes.

(1) Quant à l'importance de la couverture des deux catégories de circulation à la fois, celle pour le compte de la Banque et celle pour le compte de la loi l'X M B, la proportion annuelle est la suivante : 0,407 en 1910 — 0,552 en 1911 — 0,862 en 1912 1,054 en 1913 — 1,008 en 1914.

Sur la circulation pour le compte de l'Etat et la diminution dont elle a pu être l'objet, nous n'avons pas à revenir ici, étant donné qu'elle n'a aucun rapport avec la loi de 1910 et que la question de la couverture ne se pose naturellement pas pour elle. Si on veut cependant avoir la proportion de la couverture se trouvant à l'actif tant de la Banque Nationale que du compte de la loi l'X M B avec la totalité de la circulation de cette dernière

1° à la diminution assez marquée du montant de la circulation pour le compte de la Banque Nationale (1), à cause du rapide accroissement des émissions pour le compte de la loi de 1910 et, par conséquent, de l'enrichissement du marché en instruments de circulation, mais aussi en moyens de crédit (2). 2° A la sage politique de la Banque Nationale qui n'a rien négligé pour renforcer son encaisse métallique, malgré le cours forcé de ses billets. Pour atteindre plus facilement ce but, la Banque s'est efforcée d'augmenter ses propres disponi-

---

banque, on trouve les chiffres ci-après : 0 207 en 1910 — 0,300 en 1911 — 0,591 en 1912 — 0,776 en 1913 — 0,764 en 1914.

Le fait que la circulation de la Banque Ionienne est dépourvue de toute couverture et, inversement, celui que la circulation de la Banque de Crète est couverte en totalité, n'ont qu'une importance secondaire, non seulement à cause de la quantité restreinte de leurs billets par rapport à la circulation de la Banque Nationale, laquelle assume en réalité toute la responsabilité de la circulation fiduciaire, mais aussi parce que ces deux circulations sont destinées à disparaître bientôt, les privilèges sur lequels elles sont basées ne devant pas tarder à expirer pour passer à la Banque Nationale.

(1) A partir de 1911, la Banque Nationale a introduit une modification très importante et très utile dans son bilan : elle inscrit toujours au passif le maximum de la somme des billets de banque qu'elle aurait pu émettre pour son propre compte, et à l'actif, sous la rubrique : « disponibilités en Grèce », la différence entre ce maximum et le montant des billets effectivement en circulation pour son compte. Cette manière de procéder, qui fait ressortir la partie la plus importante de la caisse, possède aussi l'énorme avantage de permettre à tout instant au public, et particulièrement au commerce et aux banques, de se rendre compte de la situation de la circulation monétaire du pays et des réserves de monnaie et de crédit dont la Banque dispose.

(2) Voir pages 140-142.

bilités en or à l'étranger (1), qu'elle transportait ensuite méthodiquement (2) sous forme d'or effectif dans ses caisses (3). Elle forma donc des dépôts en or aussi bien chez elle qu'auprès des banques étrangères, en achetant sur place les sommes nécessaires, en acceptant chez elle des dépôts à intérêt, à vue ou à échéance fixe, en or effectif ou en chèques sur l'étranger (4), restituables de même, en or ou en chèques, etc... (5).

L'amélioration constatée dans cette dernière caté-

---

(1) Indépendamment des disponibilités à l'étranger constituées en vertu de la loi Γ Χ Μ Β et comprises à l'actif du compte de cette loi.

(2) Toutes les fois qu'elle avait l'occasion de se procurer du métal et de le transporter en Grèce à peu de frais.

(3) Inutile d'indiquer que cet or, qu'il se trouve à l'intérieur ou à l'étranger, ne pourrait être considéré comme une véritable encaisse métallique, que pour autant qu'il dépasserait les exigibilités en or de la Banque. Voir aussi page 198, note 2.

(4) L'importance prise par cette catégorie de dépôts vient en grande partie du fait que, dès que la Banque Nationale s'est offerte à recevoir des dépôts en monnaies étrangères, les Grecs résidant à l'étranger n'ont pas tardé à lui confier la presque totalité de leur épargne.

(5) Les disponibilités à l'étranger pour le compte de la Banque Nationale s'élevaient à la fin de chacune des cinq années de la période, aux chiffres suivants :

| | |
|---|---|
| 1910 . . . . . . . . . . . . . . | 40.172.037,12 |
| 1911 . . . . . . . . . . . . . . | 69.137.906,26 |
| 1912 . . . . . . . . . . . . . . | 57.695.109,16 |
| 1913 . . . . . . . . . . . . . . | 72 212 365,52 |
| 1914 . . . . . . . . . . . . . . | 19.433.016,62 |

La diminution constatée en 1914 provient, d'une part, de la transformation d'une partie de ces disponibilités en or effectif dans les caisses de la Banque, pendant le premier semestre de l'année et, d'autre part, des retraits effectués sur les dépôts en or, pendant le deuxième semestre.

gorie de circulation, complètement étrangère à la loi de 1910, revient cependant en grande partie à celle-ci. Car d'une part, la diminution de la circulation pour le compte de la Banque Nationale serait impossible sans l'émission supplémentaire autorisée par cette loi, et d'autre part, la mise en œuvre de la politique suivie par cette banque pour le renforcement de son encaisse, serait très difficile sans le § *b*) de l'article 8 de la loi Γ Χ Μ Β qui permettait des accords pour le paiement d'or effectif (1), et sans la fixité des cours du change obtenue par la même loi, vu les risques qu'auraient entraîné les opérations en question (2).

## § 3. — *La Fixité du Change.*

La constatation qui précède nous mène à indiquer quels furent les cours du change pendant la période 1910-1914 :

*Cours du Change sur Paris.*

| Années | Plus haut | Plus bas | Différence | Moyenne de l'année |
|---|---|---|---|---|
| 1910 | 100,56 | 99,50 | 1,06 | 99,93 |
| 1911 | 100,02 | 99,82 | 0,20 | 99,94 |
| 1912 | 99,97 | 99,87 | 0,10 | 99,93 |
| 1913 | 100,13 | 99,63 | 0,50 | 100,00 |
| 1914 | 100,25 | 100,00 | 0,25 | 100,17 (3) |

(1) Voir pages 57 et 153.

(2) Il s'agit là du mouvement de renforcement de l'encaisse métallique, que nous considérions plus haut comme une conséquence inévitable du rétablissement des changes au pair. Voir aussi pages 163-166.

(3) Inutile de reproduire les tableaux des changes sur les autres places, pour la bonne raison que les cours des autres mon-

Ce tableau parle de lui-même. Il indique qu'à partir de 1910, le change s'est constamment maintenu au pair, et même, en moyenne, un peu au-dessous du pair (1). On peut dire que c'est un phénomène exceptionnel pour un pays se trouvant toujours en droit sous le régime du cours forcé. Mais ce qui est encore plus étonnant, c'est la stabilité des cours du change dans le courant même de chaque année. Effectivement, les fluctuations du change sont minimes, si on prend en considération que les envois d'or pour combler les déséquilibres momentanés et inévitables de la balance des comptes étaient très difficilement réalisables pour un pays se trouvant dans les conditions monétaires de la Grèce.

---

naies se sont naturellement maintenus, comme ceux du franc français, constamment aux environs du pair.

Les chiffres ci-dessus sont ceux de la Cote officielle de la Bourse d'Athènes. Ceux de la Banque Nationale présentent une différence insignifiante. Il vaut mieux cependant les reproduire eux aussi, puisqu'ils indiquent le taux exact auquel se sont effectués dans la pratique, les achats et les ventes de change en vertu de la loi ΓΧΜΒ.

| Années | Plus haut | Plus bas | Différence | Moyenne de l'année |
|---|---|---|---|---|
| 1910 | 100,44 | 99.12 | 1,32 | 99,86 |
| 1911 | 100,09 | 99,92 | 0,17 | 100,00 |
| 1912 | 100,00 | 99.94 | 0,06 | 99,97 |
| 1913 | 100,25 | 99,75 | 0,50 | 100,07 |
| 1914 | 100,25 | 100,00 | 0,25 | 100,17 |

(1) Ce phénomène est significatif de la situation favorable de la balance des comptes. Il indique que, malgré la suppression de l'excédent de cette balance au moyen des achats de la Banque Nationale, l'abondance d'or et de change sur le marché était telle, qu'elle n'a même pas laissé le change se fixer, en moyenne au pair.

Il est évident que cette stabilité constante du change est le résultat de l'application de l'article 8 de la loi de 1910. Grâce à lui, toutes les causes susceptibles de compromettre, à un moment donné, l'équilibre entre l'offre et la demande de change, au lieu de se traduire par un écart vers la hausse ou vers la baisse des cours de ce dernier, ne faisaient que provoquer des variations correspondantes du montant du compte spécial d'or et de change sur l'étranger, créé par cette loi. Les dépôts d'or et de change accumulés par la Banque Nationale en vertu de la loi Γ X M B, servaient de soupape de sûreté contre toute tendance des cours à s'éloigner du pair. De cette façon, les écarts éventuels entre l'achat et la vente se réglaient et se compensaient par l'entremise de la Banque Nationale, laquelle avait pris dès lors en main le contrôle du marché monétaire (1). Elle arriva ainsi à éliminer tout facteur pouvant influencer les cours du change sans raison plausible et résultant de la situation économique du pays ou des autres places

(1) Voici, à titre d'exemple, un passage du Rapport de la Banque Nationale pour l'année 1911 : « A un autre point de vue encore le système (de la loi Γ X M B) a été expérimenté, car une demande de change ayant été présentée sur notre marché au mois de décembre de l'année écoulée, non seulement ceux qui avaient besoin de change ont pu puiser dans les disponibilités de la Banque, mais l'influence de la réserve existante a été beaucoup plus sérieuse que celle de la somme demandée, car la demande a été restreinte aux besoins réels et présents, tandis que, autrement, soit par prévoyance en vue de besoins futurs, soit par suite des tendances à la spéculation, habituelles en pareille circonstance, cette demande serait devenue sensiblement plus importante et aurait provoqué, selon toute probabilité, une nouvelle apparition de l'agio, ne fût-ce que dans une mesure restreinte ».

internationales (1). En effet, dès que la Banqne a commencé à acheter et à vendre librement et à guichets ouverts de l'or et du change, au comptant ou à terme, à des prix pour ainsi dire invariables et s'éloignant à peine du pair, toute spéculation devenait impossible, l'agiotage bloqué par la force des choses disparut, enfin, tout facteur psychologique de hausse ou de baisse dénué de fondement, devint forcément inopérant.

Cette fixité des cours du change, ainsi que la confiance dans le pouvoir d'achat de la drachme, ont donné au commerce et à la Bourse des valeurs une base solide pour leurs opérations et ont imprimé ainsi un nouvel essor à l'activité économique du pays.

Telle était la situation du marché monétaire grec quelques années à peine après la promulgation de la loi de 1910. On peut la résumer en quelques mots : aucune augmentation de l'émission des billets à cours forcé représentant la dette de l'Etat (2), circulation couverte dans une mesure très large, abondance des moyens de paiement, pas l'ombre d'une inflation, élasticité de la circulation, stabilité du change au pair.

De l'exposé que nous venons de faire, il se dégage, sans aucun doute, que cette situation satisfaisante de la

---

(1) Elle arriva cependant aussi, chose encore plus importante, à supprimer les fluctuations du change qui auraient pu résulter des événements beaucoup plus graves qui ont eu lieu pendant la période qui nous occupe et qui étaient susceptibles de provoquer des perturbations autrement sérieuses sur le marché monétaire. Nous allons y revenir.

(2) Tout au contraire, il s'agissait, en réalité, d'une diminution; puisque la stabilité à ce moment-là était due, comme nous l'avons expliqué, au retrait d'un seul coup en 1910, de 14 millions de petites coupures à cours forcé.

circulation fiduciaire et du change de la Grèce (1) doit être attribuée, pour une très large part (2), aux dispositions de l'article 8 de la loi de 1910.

SECTION II

## Comment le système de la loi du 19 mars 1910 a su éloigner du marché monétaire grec les perturbations qui auraient pu résulter des événements extraordinaires qui marquèrent la période 1910-1914.

### § 1. — *La crises des Guerres Balkaniques passée inaperçue.*

Ce qui fait ressortir davantage le succès de la combinaison et l'utilité précieuse du système introduit par la

(1) Laquelle prend le caractère d'une véritable renaissance monétaire et, par suite, économique de la Grèce, quand on pense qu'il y a une dizaine d'années à peine, des cours du change désordonnés et très élevés, ainsi qu'une circulation à cours forcé rigide et démesurée, pesaient lourdement sur le pays.

(2) Nous voulons faire remarquer par là, que les progrès notés plus haut ainsi que le succès de la loi en question dès le moment de sa mise en application, n'auraient pas été possibles sans la coïncidence d'autres causes plus profondes, à savoir : l'obtention de l'équilibre de la balance des comptes dans des conditions dorénavant presque constamment favorables, l'amélioration des finances publiques de la Grèce, enfin le rapide développement économique et, par conséquent, l'accroissement continu du mouvement des affaires à l'intérieur du pays. Néanmoins, cette remarque, ne doit pas amener à une appréciation inexacte des résultats obtenus par la loi Γ Χ Μ Β, laquelle parvint à tirer d'une situation déjà favorable, des avantages beaucoup plus étendus. Voir pages 166-172.

loi Γ Χ Μ Β, c'est le fait que tous les résultats qu'on vient de constater, ont été obtenus et maintenus pendant une période remplie d'événements exceptionnels et de nature à amener des perturbations profondes dans les conditions normales du marché.

Tout d'abord, pendant la première année de l'application de cette loi, le marché devait être fatalement affecté par suite de la révolution militaire de 1909, qui ne pouvait que troubler la confiance dans le maintien de l'ordre et l'avenir politique de la Grèce. Il est vrai que cette confiance n'a pas tardé à se rétablir plus forte que jamais, avec l'avènement au pouvoir de M. Vénisélos.

Ensuite, la déclaration de la Guerre Italo-Turque, survenue en 1911, tandis qu'elle provoquait une crise sur tous les marchés du Proche-Orient (1), en Grèce, au contraire, les moyens monétaires fournis immédiatement ont été, grâce à l'élasticité du système de la loi Γ Χ Μ Β, tellement abondants, que le marché grec, non seulement est sorti indemne de ce moment difficile, mais a pu venir en aide aux plus importants centres helléniques de l'Orient (2).

Puis, un an plus tard, éclata la guerre entre la Turquie et les quatre Etats Balkaniques, elle-même suivie de près de celle provoquée par l'attaque de la Bulgarie contre ses anciens Alliés. Il y avait à craindre des perturbations graves dans la circulation fiduciaire et dans

(1) Cette crise a été marquée par de nombreuses faillites.

(2) Et cela tandis que, sur les principales places de l'Europe, des inquiétudes politiques sérieuses, résultant de la crise d'Agadir, avaient provoqué une pénurie monétaire et un resserrement des crédits assez sensibles.

les cours du change du pays. Il n'en fut rien. L'honneur de cette situation, presque sans précédent (1), revient en entier à la loi de 1910 et à son heureuse application par la Banque Nationale (2).

Au moment de la déclaration de la guerre, tant le Gouvernement que les particuliers, par suite de leur besoin immédiat d'argent liquide, se hâtaient de faire rentrer dans le pays leurs disponibilités à l'étranger. Le transfert en or effectif aurait été onéreux et très difficile ; celui effectué au moyen de traites tirées sur l'étranger et offertes sur le marché, aurait amené une baisse momentanée du change, qui eût été suivie d'une hausse encore plus accentuée. Grâce à la loi de 1910,

(1) Par suite de cette même guerre, le change montait en Roumanie de 5 0/0 et en Bulgarie de 15 0/0, bien que ces deux pays ne soient pas sous le régime du cours forcé. Inutile de citer d'autres exemples analogues ; les cours des changes des belligérants, à l'heure actuelle, sont assez significatifs.

(2) Voici comment s'exprime *M. Philouze*, à propos des services rendus pendant les Guerres Balkaniques, par la loi de 1910 et la Banque Nationale :

« Le Gouvernement grec trouva, en cette heure critique, un appui précieux dans la Banque Nationale de Grèce... La grande expérience financière de son Gouverneur M. Valaoritis, la connaissance approfondie, qui est sienne, des lois qui régissent le mécanisme des changes, lui permirent de tirer les plus heureux effets de la loi de 1910, sans, je l'ai constaté sur place moi-même à deux reprises, que le moindre trouble se manifestât dans la circulation monétaire. Si bien que la Grèce, qui connut en temps de paix le change à 165 0/0, le vit, spectacle inattendu et qui est certes l'une des preuves les plus indiscutables pour l'économiste averti, des progrès d'un peuple, le vit, dis-je, se maintenir au pair pendant une guerre de douze mois. Ce fut donc la Banque Nationale qui, durant toute la crise, se fit le pourvoyeur direct ou indirect des besoins de l'Etat... » M. Philouze, « Economie Politique et Finances, », n° du 21 mars 1914.

toutes ces difficultés furent surmontées. La Banque Nationale accepta d'être créditée de ces sommes à l'étranger et fournit en échange au Gouvernement et au pays, en billets de banque entièrement couverts et pour une somme à peu près égale, l'argent dont ils avaient besoin (1). Le change s'est ainsi maintenu au pair sans le moindre écart et le système introduit par la loi Γ X M B a pu démontrer, en plus de l'énorme avantage que nous venons de constater, son influence heureuse sur l'élasticité de la circulation fiduciaire (2), grâce à laquelle

(1) C'est la raison pour laquelle, tandis que la circulation pour le compte de la loi de 1910 ne dépassait pas 75 millions en octobre 1912, elle atteignit 165.825.610 drachmes en décembre 1913.

(2) Ce qui est surtout intéressant à constater, c'est que la Banque Nationale a pu, grâce au système de la loi Γ X M B, satisfaire sans la moindre difficulté et de la façon que nous venons de voir, le besoin d'instruments de circulation supplémentaire dont le public a subitement senti la nécessité, tout en maintenant et même en accroissant le montant de ses opérations de crédit à l'intérieur, opérations qu'elle effectue au moyen des billets émis pour son propre compte. En effet, la répercussion heureuse de l'introduction de la circulation pour le compte de la loi Γ X M B laissait dorénavant une marge d'accroissement tellement importante à la circulation effective pour le compte de la Banque, que cette dernière a pu, dans ces circonstances difficiles, non seulement fournir au commerce tout le crédit dont il pouvait avoir besoin, mais aussi apporter un appui financier très puissant au Gouvernement (lequel avait d'ailleurs en caisse, au moment de la déclaration de la guerre, des disponibilités importantes provenant surtout du reliquat de son dernier emprunt), en escomptant des Bons du Trésor pour une somme de 9 millions, et en participant largement aux emprunts provisoires que le Gouvernement a contractés à l'étranger pendant cette période.

Ce fait confirme d'une façon indiscutable nos réflexions des

la gêne monétaire qui aurait pu résulter de la situation a été totalement écartée (1).

Une fois ce premier mouvement provoqué par la déclaration de la guerre apaisé, la question du change se posait de nouveau sous une forme inverse. Aux remises ordinaires de la Grèce à l'étranger, venaient s'ajouter celles, très élevées, devenues nécessaires pour le réglement des grosses commandes militaires et navales passées au dehors et principalement en France. Cette situation était susceptible d'amener un déséquilibre très accentué de la balance des comptes de la Grèce, et par conséquent une certaine hausse des changes. Malgré tout, le change s'est encore maintenu au pair. Cet événement, qui provoqua une impression énorme dans les milieux économiques (2) et consolida

---

pages 139 à 142, relatives à l'élasticité de la circulation depuis 1910.

(1) Le rapport de la Banque Nationale pour l'année 1912, s'exprime en ces termes à ce sujet :

« ... Mais l'application de la loi Γ Χ Μ Β a eu aussi un autre résultat, c'est-à-dire la suffisance des moyens des échanges, à un moment de besoins monétaires très importants, lesquels auraient certainement provoqué sans elle, une crise monétaire très aigue ; car nous ne devons pas oublier les crises périodiques résultant des circonstances habituelles et normales à l'époque de la récolte des produits.

« Cette suffisance monétaire a contribué aussi sensiblement au maintien des cours des valeurs circulant chez nous, entre autres de celles de nos emprunts nationaux, ce qui a nécessairement influé sur leurs cours à l'étranger et, conséquemment, sur le maintien du crédit de l'Etat, à des moments critiques. »

(2) Ainsi *M. Luzzati* a consacré un article sur le maintien du change grec au pair pendant les Guerres Balkaniques, dans le « Corriere della Serra ».

le crédit de la Grèce à l'étranger, doit être attribué non seulement à la sagesse et à l'habileté avec lesquels le Gouvernement a su administrer les finances de la guerre (1), mais aussi, et principalement, aux dépôts que la Banque Nationale possédait à l'étranger en vertu de la loi de 1910 (2), au moyen desquels la Banque a pu

(1) Pour ne parler que des combinaisons qui contribuèrent au maintien du change au pair, le Gouvernement parvint tout d'abord à obtenir de la part de l'industrie française (fournisseur presque exclusif de ses commandes militaires) des délais pour le réglement d'une partie des fournitures livrées dont la valeur atteignait 50 millions environ. Il conclut ensuite, avec le concours de la Banque Nationale, deux emprunts provisoires sur la place de Paris, l'un de 40 (décembre 1912 et l'autre de 50 millions de drachmes (avril 1913), dont la Banque Nationale a pris ferme la plus grande partie, qu'elle plaça ensuite presque entièrement dans les portefeuilles des riches hellènes de France et d'Angleterre.

(2) Nous relevons la phrase suivante de *M. Baumont*, délégué Britannique à la Commission Financière Internationale, à propos du maintien du change au pair pendant cette période difficile pour la Grèce : « Les conditions de l'émission ainsi que la confiance publique envers la Banque, ont contribué à maintenir le change au pair pendant toute la guerre, chose très importante, étant données les lourdes obligations en or du Gouvernement, tant à cause de la dette publique que des commandes militaires à l'étranger. » (Rapport sur les Finances de la Grèce pour les années 1912-1913. — Annual séries n° 52?4, pages 24-25).

Cet événement est aussi commenté dans le rapports de la Banque Nationale pour l'année 1912 : « L'aide apportée par l'application de la disposition de la loi Γ Χ Μ Β de 1910, relative à l'extension de la circulation, n'a pas été moins importante. Car ce n'est que l'accumulation d'or, tant à l'intérieur qu'à l'étranger, obtenue par elle, qui a permis la stabilisation au pair de notre monnaie fiduciaire, fait qui a eu une très grande influence sur le prestige de l'Etat et du pays au point de vue de sa force économique, et qui a donné en même temps la faculté à la Banque de l'utilisation en faveur de l'Etat de ses ressources pé-

payer pour le compte de l'Etat ses fournisseurs étrangers (1).

### § 2. — *La crise générale du début de la Guerre Européenne et la facilité avec laquelle le marché grec l'a supportée.*

Or, quelques mois plus tard et tandis que la Grèce, qui venait à peine de se ressaisir après une lourde lutte, aspirait à une longue période de calme pour la mise en valeur de ses provinces libérées, une nouvelle guerre, beaucoup plus terrible par son étendue, la Guerre Européenne, vint désorienter les marchés du monde entier. Presque partout le crédit disparut immédiatement, les dépôts des banques et des caisses d'épargne furent en grande partie retirés, le commerce international fut entravé pour manque de moyens de paiements sur l'étranger, une thésaurisation intense se manifesta. Devant une pareille situation, la quasi totalité des pays, non seulement belligérants mais aussi neutres, fut amenée à établir des moratoria des lettres de change, des dépôts, ou de toutes les dettes en général, à élargir les statuts des différentes banques d'émission ou même à proclamer le cours forcé, à faire appel à l'or et à prohiber son exportation, enfin à suspendre, comme la Bulgarie, le service des dettes extérieures.

---

cuniaires à l'étranger, lesquelles seraient autrement obligées de rester consignées, gardiennes vigilantes et indispensables de la parité du billet de banque. »

(1) L'emprunt de 500 millions conclu plus tard (2 février 1914) a permis à l'Etat de solder les dépenses dont le paiement avait été différé, de couvrir les emprunts provisoires et de rembourser les crédits que la Banque Nationale lui avait ouverts sur les marchés étrangers.

Malgré et parfois même par suite de toutes ces mesures, qui ont été prises en vue d'empêcher ou d'arrêter la panique qui menaçait d'éclater partout pendant les premiers jours des hostilités, il se produisit dans la plupart des pays une perturbation sans exemple sur les changes et une situation du marché monétaire complètement anormale, en d'autres termes, une crise plus ou moins aiguë et prolongée (1).

(1) Cette crise du début de la guerre, les mesures radicales qui ont été prises pour y remédier et le bouleversement profond du fonctionnement normal des différents marchés qui s'ensuivit, ont été, nous le répétons, constatés aussi bien chez les belligérants que chez les neutres, comme l'était alors la Grèce.

C'est une question tout-à-fait étrangère à la crise provoquée par le déclenchement de la guerre, que celle relative à la situation opposée, au point de vue de la circulation et du change, dans laquelle se sont trouvés les belligérants et les neutres, au fur et à mesure que la guerre se prolongeait et qu'une situation plus normale se faisait jour. En effet, chez les neutres, une fois la crise apaisée, d'une part, des mesures prises au début, comme le cours forcé (qui n'avait d'autre but que de fournir au public les instruments de circulation et de crédit dont il avait besoin à ce moment), ont été abolies et, d'autre part, leur balance des comptes a évolué de plus en plus favorablement pour eux (accroissement des exportations destinées aux belligérants, ainsi que d'autres chapitres de l'actif de cette balance). Il en résulta chez eux un afflux d'or considérable, une situation monétaire saine, une prospérité économique inaccoutumée, enfin un change de plus en plus favorable. Par contre, chez les belligérants, les mesures prises au début ayant été forcément maintenues (par suite du bouleversement profond de leur situation économique et de l'appui que les différentes banques d'émission ont dû prêter à l'Etat), et leur balance des comptes se soldant par un déficit de plus en plus accentué, on a été fatalement amené, peu de temps après, à en subir les conséquences : inflation monétaire, hausse des changes sur l'étranger, etc... Mais il s'agit là d'évènements qui, n'ayant aucun rapport avec la crise du début de la guerre, seront examinés dans les chapitres suivants.

C'est un phénomène vraiment exceptionnel et admirable que la Grèce ait été, pour ainsi dire, exempte du bouleversement économique du début de la guerre.

Il est vrai que le Gouvernement et la Banque Nationale, impressionnés par la panique qui s'était emparée de la presque totalité des marchés mondiaux, se sont empressés, chacun de leur côté, de prendre certaines dispositions qu'ils ont cru imposées par les circonstances. Ainsi, le Gouvernement, par des décrets royaux successifs, a suspendu l'obligation de remboursement des dépôts, en d'autres termes, il a proclamé le moratorium des banques, a interdit l'exode des monnaies d'or à l'étranger, enfin a fermé la Bourse d'Athènes. De son côté, la Banque Nationale s'est efforcée d'augmenter la quantité de l'or en caisse et a élevé le taux de son escompte à 8 0/0, en vue de restreindre ses opérations de crédit.

Toutes ces mesures (1) auraient pu avoir des résultats très graves et surtout contraires à ceux poursuivis (2). Il n'en fut heureusement rien. Si le Gouvernement et la Banque, dans un moment de nervosité, ont pu sous-estimer la valeur du mécanisme monétaire de

(1) Qui ont été prises dans un esprit d'extrême prudence et peut-être aussi avec le désir de ne pas rester en retard sur ce qui avait été fait ailleurs. Il est vrai qu'en ce qui concerne le moratorium des banques qui constitue, d'ailleurs, la plus grave des mesures adoptées, on peut trouver une excuse dans le fait qu'une des banques grecques n'aurait jamais pu supporter à cette époque un mouvement de retrait un peu important des dépôts chez elle. Aussi, fut-ce le seul moratorium proclamé au début de la guerre.

(2) En provoquant l'inquiétude et, par là, la panique du public, en empêchant la satisfaction immédiate des besoins monétaires et de crédit des particuliers, et en rendant difficile pour plus tard la reprise du crédit et de ses opérations.

la Grèce et la solidité de son marché, les établissements de crédit et surtout le public, guidés par une expérience de quatre ans sur le succès du système Γ X M B et par un sens plus rassis de la situation, ont fait preuve d'une confiance admirable. Aussi, les particuliers n'ayant montré aucun empressement extraordinaire à demander le retrait de leurs fonds aux banques, ces dernières dans leur presque totalité, y compris la Banque Nationale, déclarèrent d'un seul élan ne point recourir au moratorium des dépôts. D'un autre côté, elles reprirent vite leurs opérations de crédit normales. En ce qui concerne particulièrement la Banque Nationale, tandis qu'elle ne tardait pas à baisser le taux de son escompte d'effets de commerce à son niveau habituel (6 1/2 0/0), elle reprenait en même temps toutes ses autres opérations de crédit et fournissait même un appui exceptionnel à différentes branches de la production et du commerce national (1). Enfin, elle a prêté largement son concours pour aplanir les difficultés qui ont pu se présenter lors de la réouverture et de la reprise des opérations de bourse.

Le marché grec a donc franchi, sans presque s'en

(1) Ainsi, le montant de son portefeuille commercial au 31 décembre 1914, dépassait celui de la fin de l'année précédente de 11,5 millions de drachmes, tandis que le montant des avances sur titres, présentait entre ces deux mêmes dates, une augmentation de plus de 18 millions. Indépendamment de ces formes de crédit, la Banque Nationale a prêté son appui à plusieurs branches particulières de la production nationale en fournissant des avances sur nantissement de tabac aux producteurs des nouvelles provinces du Royaume et en accordant un large crédit aux Sociétés métallurgiques, de navigation, et autres entreprises nationales, ainsi qu'aux différentes banques de dépôts, en vue de les protéger contre les difficultés qui pouvaient résulter pour elles de l'inquiétude générale.

apercevoir, les moments difficiles qui suivirent la déclaration de la guerre. En effet, tandis que les mesures que nous venons de voir (1) sont à peine arrivées à influencer le mouvement habituel de ce marché, le pays n'a presque pas cessé d'obtenir toutes les facilités de crédit nécessaires, il n'a ressenti à aucun moment une gêne monétaire quelconque, enfin il a constamment joui d'un change fixé invariablement au pair.

Tels sont les faits. Il importe cependant d'expliquer, et c'est là que nous voulions en venir, à quoi peut tenir cette résistance vraiment surprenante du marché monétaire et cette fixité du change grecs, en présence d'une crise mondiale, telle que les annales économiques n'en ont peut-être jamais enregistrée, et qui devait normalement entraîner une nécessité subite d'instruments de circulation et de crédit et une instabilité sensible du change, et malgré des mesures plus ou moins opportunes prises à l'intérieur, qui pouvaient, sinon provoquer la panique, du moins entraver le fonctionnement normal du marché monétaire (2).

---

(1) Restées, d'ailleurs, inappliquées, ou ayant été vite reconnues comme superflues.

(2) Car, en somme, on pourrait se demander : Comment l'élévation du taux de l'escompte officiel n'a-t-il pas entraîné une restriction générale des crédits sur le marché ? Comment l'accroissement inévitable des besoins d'argent liquide a-t-il pu être satisfait, sans que les particuliers fussent amenés à recourir au retrait de leurs dépôts ? Enfin, comment le change a-t-il pu se maintenir invariablement au pair, au moment d'un bouleversement manifeste de la balance normale des paiements internationaux et d'un ébranlement plus ou moins accentué, mais général, de la confiance dans les différentes monnaies ?

### § 3. — *C'est uniquement grâce à l'organisme monétaire et de change de la Grèce que la crise a été conjurée.*

La situation privilégiée du marché grec, que nous venons de constater, est fondée sur une cause unique : cette cause se trouve dans le système de la loi Γ Χ Μ Β. C'est, en effet, grâce à l'existence du mécanisme de l'article 8 de cette loi et à l'influence heureuse exercée déjà par lui sur l'organisation monétaire et économique de la Grèce, en d'autres termes c'est grâce aux dépôts considérables de l'épargne grecque à l'étranger, à la facilité de leur réalisation ainsi qu'à l'assainissement et à l'élasticité du régime monétaire du pays, que la Grèce a pu éviter toute crise monétaire et de crédit et maintenir la fixité de son change. Voyons comment les choses se sont passées dans la pratique.

Les principaux phénomènes qui se manifestèrent sur le marché grec, dès la déclaration de la guerre européenne, furent, d'une part l'empressement simultané de tous les particuliers et établissements de crédit et de dépôts possédant des disponibilités à l'étranger, à transférer, par mesure de prudence, ces disponibilités en Grèce, et, d'autre part, un besoin d'argent liquide qui se manifesta un peu partout, ainsi qu'un besoin de crédit assez accentué.

Par le simple jeu du système de la loi Γ Χ Μ Β, la Banque Nationale parvint à satisfaire à la fois cette triple tendance, en se chargeant immédiatement du transfert à l'intérieur du pays des disponibilités que ce dernier possédait à l'étranger, par le procédé de leur transformation en dépôts à son nom sur les marchés

étrangers et du versement par elle de l'équivalent en billets de banque (1). Le marché a été ainsi pourvu des instruments de circulation supplémentaires dont il avait besoin et toute panique a été éloignée, soit parce que les billets de banque supplémentaires dont il s'agit restaient dans la circulation, soit parce que, mis à la disposition des différentes banques grecques sous forme de disponibilités en caisse (2) ou même de nouveaux dépôts (3), ils comblaient le vide et rendaient facile le remboursement des dépôts déjà existants et dont on aurait pu demander le retrait (4).

D'ailleurs, ce mouvement de retrait n'ayant été constaté que dans une très faible mesure et, d'une manière générale, le marché ayant fait preuve d'un sang-froid

---

(1) Ainsi le marché est rentré immédiatement en possession de ses fonds disponibles à l'étranger, sans que ces derniers aient été effectivement retirés des pays dans lesquels ils se trouvaient et, par conséquent, sans qu'il se présentât la moindre difficulté qui aurait pu résulter, à ce moment de trouble, d'un mouvement de fonds effectif, par suite des mesures prises dans les autres pays ou bien des difficultés des communications.

(2) Lorsqu'ils étaient le produit de la réalisation des disponibilités de ces banques à l'étranger.

(3) Les particuliers se contentant de transformer leurs dépôts à l'étranger en dépôts en Grèce, par simple mesure de sécurité, et en vue de les avoir à leur portée.

(4) De cette façon, on a pu éviter le danger de voir le public se ruer sur les guichets des banques grecques pour retirer ses dépôts et se procurer immédiatement de l'argent liquide, éventualité qui aurait mis les banques dans une situation très difficile et qui aurait pu aboutir à des résultats désastreux pour la totalité du marché. Ainsi, l'abstention du public d'aller demander le remboursement de ses dépôts auprès des banques grecques et le fait que ces dernières ne se sont généralement pas prévalues du moratorium, sont clairement expliqués. Voir page 216, note 2.

et d'une solidité remarquables, les banques (1) ont vite été amenées à penser qu'elles avaient tout intérêt à employer leurs grandes disponibilités en caisse, transportées de l'étranger, en fournissant à bon compte un large crédit au commerce. En présence de ces tendances du marché, la Banque Nationale n'est pas restée en retard. Elle reprit ses opérations de crédit sur une vaste échelle (2), en profitant de sa grande marge d'émission de billets pour son propre compte (3), et elle s'est empressée de baisser de nouveau le taux de son escompte (4).

Il en ressort que la satisfaction rapide du double besoin de monnaie et de crédit, qui s'est manifesté en Grèce, comme partout, au moment de la crise du début de la guerre, a uniquement son origine dans le mécanisme de réalisation immédiate des disponibilités du pays à l'étranger, introduit par le système de la loi Γ X M B.

Ce mécanisme, en dehors de cet avantage de facilité et de rapidité d'accroissement de la circulation (5), a eu aussi l'occasion de démontrer, une fois de plus,

(1) Qui avaient commencé par réescompter une partie de leur portefeuille commercial auprès de la Banque Nationale, malgré l'élévation du taux de l'escompte de la part de cette dernière.

(2) Au moment où beaucoup de banques d'émission européennes, parmi les plus puissantes, étaient amenées à refuser leur appui au public.

(3) Ce qui a contribué, d'un autre côté, à accroître plus encore le montant des instruments de paiement en circulation.

(4) Voilà comment s'explique le fait que, malgré l'élévation provisoire du taux de l'escompte officiel, le marché n'a presque pas souffert d'un manque de crédit. Voir page 216, note 2.

(5) Par de nouvelles émissions de billets, dont le montant est, pour ainsi dire, fixé par le public lui-même et dont la couverture est toujours intégrale.

son action heureuse sur la fixité du change, en empêchant de se produire les fluctuations qui eussent certainement découlé de l'offre abondante de change sur l'étranger pour les raisons que nous venons d'enregistrer, ainsi que de toutes les autres causes de perturbation des changes que le déclenchement de la guerre a fait naître, tant au point de vue du facteur de la balance des comptes, qu'à celui de la confiance (1).

Parmi tous ces éléments de perturbation du change, il importe d'en indiquer un, qui n'a pas tardé à se manifester en Grèce, une fois les premiers jours du désarroi général passés. Tandis que l'état de guerre apportait une certaine entrave aux exportations des récoltes de l'année, et par conséquent, à l'offre de change sur le marché, la demande de devises sur l'étranger s'était considérablement accrue, pour le paiement des approvisionnements indispensables pour le pays (2) et des coupons de la dette extérieure, ainsi que pour l'envoi aux voyageurs grecs, qui se trouvaient à l'étranger en grand nombre au moment de la déclaration de la guerre, de l'argent nécessaire pour leur séjour ou pour leur retour. Les disponibilités de la loi Γ X M B sur toutes les places importantes de l'étranger,

---

(1) Nous n'avons pas à recommencer ici l'exposé du mécanisme par lequel le système de la loi Γ X M B a assuré cette stabilité du change grec au pair. Contentons-nous de noter que c'est encore dans le fonctionnement de ce système qu'on peut trouver la réponse à la troisième question que nous nous sommes posée à la note 2 de la page 216.

(2) D'autant plus que, le crédit étant presque complètement supprimé dans les transactions internationales, il fallait dès lors payer à l'avance et au comptant la plupart des nouvelles commandes à l'étranger.

ont rendu ces paiements possibles, sans la moindre perturbation du change (1).

### § 4. — *La déclaration de la guerre et la balance des comptes de la Grèce.*

On pourrait cependant faire remarquer, qu'en mettant de côté les perturbations du marché monétaire mondial, provoquées directement par la déclaration subite de la guerre et dont les effets sur les cours du

(1) Tous les mouvements du marché grec que nous venons de constater, se trouvent reflétés dans la situation du bilan de la Banque Nationale de la période juin-décembre 1914. Signalons que le mois de juin a été un mois normal. Par contre, le mois de juillet se passa en pleine crise, étant donné la différence du calendrier grec et le fait que l'émotion résultant de la situation politique tendue avait déjà produit son contre-coup sur le marché avant la déclaration même de la guerre. Enfin à partir du mois de septembre, la crise du début peut être considérée comme en voie d'apaisement, le bilan de la Banque rentrant peu à peu dans son état normal.

Voici quelles ont été les fluctuations des rubriques caractéristiques de ce bilan à la fin des sept derniers mois de l'année 1914 :

*Actif*

| Mois | Portefeuille commercial | Portefeuille agricole | Avances sur titres | Avances sur marchandises |
|---|---|---|---|---|
| | (En milliers de drachmes) | | | |
| Juin . . . . | 28.876 | 15.189 | 30.765 | 2.368 |
| Juillet . . . | 30.833 | 15.100 | 35.291 | 3.010 |
| Août. . . . | 31.026 | 15.064 | 35.646 | 3.280 |
| Septembre. . | 30.003 | 14.672 | 35.559 | 3.714 |
| Octobre. . . | 29.474 | 14.253 | 36.167 | 4.048 |
| Novembre . . | 29.402 | 14.072 | 35.765 | 2.869 |
| Décembre . . | 28.989 | 13.946 | 38.358 | 2.553 |

change ont été évités de la manière que nous venons d'exposer, le bouleversement général que cette guerre a

*Passif*

| Mois | Circulation pour le compte de la Banque | Circulation pour le compte de la loi Γ X M B | Dépôts à vue | Caisse d'épargne |
|---|---|---|---|---|
| | (En milliers de drachmes) | | | |
| Juin . . . . | — | 150.564 | 84.975 | 45.438 |
| Juillet . . . | 13 397 | 167.613 | 74.983 | 41.489 |
| Août. . . . | 24.877 | 170.613 | 65.749 | 40.489 |
| Septembre. . | 28.044 | 170.613 | 67.420 | 40.413 |
| Octobre. . . | 16.721 | 170.613 | 71.102 | 40.777 |
| Novembre . . | 21.637 | 167.613 | 83.406 | 40.891 |
| Décembre . . | 37.742 | 153.513 | 88.945 | 41.985 |

Essayons d'analyser les mouvements qui ressortent de ce tableau.

*a*) En ce qui concerne le passif, intéressant surtout au point de vue de la suffisance monétaire :

L'accroissement de la circulation pour le compte de la loi Γ X M B, pendant les deux premiers mois de guerre, est le résultat du mouvement précipité de transfert en Grèce des disponibilités que le marché pouvait avoir à l'étranger. Par contre, la diminution de cette circulation vers la fin de l'année est due aux différents envois d'argent à l'étranger, que le pays a dû effectuer à cette époque ainsi que nous l'avons indiqué dans le texte.

D'ailleurs, ce retour de la circulation de la loi Γ X M B presque au niveau d'avant-guerre (qui ne fut que provisoire) n'a pu nullement provoquer une nouvelle gêne monétaire, puisqu'il a été largement compensé par l'augmentation rapide de la circulation pour le compte de la Banque. En effet, cette circulation s'élevait au 31 décembre à près de 38 millions de drachmes, tandis qu'au 30 juin précédent, elle présentait la situation à première vue paradoxale, d'être non seulement à 0, mais même, en quelque sorte, à — 2.774.650 drachmes, puisque la Banque avait à ce moment disponibles dans ses caisses, en dehors de la totalité

apporté dans les relations économiques internatio-

---

des billets de sa propre circulation, des billets de la loi Γ Χ Μ Β d'un montant égal à la somme ci-dessus.

Avant d'examiner comment cet important accroissement de la circulation pour le compte de la Banque a été employé, voyons quel fut le mouvement des dépôts à vue pendant cette crise. Le déclenchement de cette dernière a entraîné une demande de retraits assez accentuée, laquelle a continué pendant tout le mois suivant. Mais par la suite, l'attitude des banques et la solidité du marché en général, ont entièrement ramené la confiance pour un moment troublée, de sorte que de nouveaux dépôts commencèrent à affluer (représentant surtout les disponibilités transferées en Grèce) et arrivèrent à contrebalancer ces retraits et même à faire monter le chiffre total des dépôts à vue à la fin de l'année à un niveau supérieur à celui du 30 juin.

Quant aux mouvements de la caisse d'épargne, ils ont été à peu près analogues, avec cette seule différence que les fonds rapportés à la fin de l'année, n'ont pas été relativement aussi importants, ce qui s'explique facilement quand on pense à la modicité des ressources et à l'accroissement des dépenses des déposants de cette catégorie.

*b*) Passons maintenant à l'examen de l'actif, qui nous permettra d'apprécier la mesure dans laquelle la Banque a pu faire face aux besoins de crédit :

Le portefeuille commercial subit une certaine augmentation en juillet et août, malgré l'élévation du taux de l'escompte, ce qui semble être principalement le résultat du réescompte des effets de commerce de la part des autres Banques. Depuis, il ne cesse de diminuer et arrive fin décembre à son point de départ en juin.

Pour le portefeuille agricole, on constate une diminution régulière résultant du fait que les récoltes ayant lieu pendant le deuxième semestre de l'année, les agriculteurs remboursent la Banque après la vente de leurs produits. La seule différence avec une année normale fut que la diminution a été moins rapide.

Par contre, dans les avances sur titres, on voit une augmentation ininterrompue, qui constitue, elle aussi, un phénomène normal, par suite des besoins d'argent liquide du deuxième semestre, ainsi que des échéances et paiements de fin d'année,

nales (1) ne pouvait que provoquer un changement plus étendu et plus profond dans la situation de la balance des comptes de la Grèce et, par là, finir peut-être par influencer les cours du change du pays.

En vue d'aller au-devant d'une pareille remarque, indiquons ici qu'en dehors des mouvements que nous avons signalés plus haut, la balance des comptes de la Grèce n'a pas subi, du moins dans la période qui nous intéresse, une très grande répercussion des événements et a continué à établir son équilibre d'une façon presque aussi favorable qu'auparavant (2).

Effectivement, tandis que le Gouvernement n'a rien négligé, avec l'aide de la Banque Nationale, pour faciliter les exportations pour un moment contra-

---

Néanmoins, ce qui attire l'attention c'est le brusque accroissement du mois de juillet, significatif de l'appui que la Banque a prêté au public. Cette dernière remarque peut s'appliquer aussi aux avances sur marchandises.

D'une façon générale, on constate à l'actif une augmentation importante du crédit à court terme fourni par la Banque, pendant les deux premiers mois qui suivirent le déclenchement de la guerre, surtout au commencement, ce qui correspond à l'accroissement, au passif, de la circulation pour le compte de la Banque. De même, les mouvements anormaux des rubriques du passif, se bornent généralement aux deux premiers mois de la crise. De sorte qu'on peut conclure que le bilan de la Banque Nationale, après avoir subi en juillet et encore en août un certain bouleversement, très relatif, d'ailleurs, comparé à celui constaté dans le bilan d'autres banques d'émission, a commencé à retrouver, à partir du mois de septembre, son aspect normal.

(1) Tant au point de vue de la production des articles d'exportation qu'à celui de l'isolement volontaire ou imposé de différents marchés, de la difficulté des transports et des changements survenus dans les méthodes des paiements internationaux.

(2) Voir pages 92-97 et 195 note 2.

riées (1), les importations pour l'ancienne Grèce des produits des grands pays belligérants (2) ont nécessairement

(1) *M. Géorgiadès*, dans son article déja cité (voir page 40, note 2) précise à ce sujet que la Banque : « a fait des avances jusqu'à concurrence de 80 0/0 sur les produits exportés et accepté à l'encaissement les traites et les documents. Le Gouvernement s'est chargé de l'assurance des navires et des chargements contre les risques de guerre. Par suite de ces mesures, l'exportation des raisins de Corinthe s'est élevée jusqu'au 14 janvier 1915, à 163.915.715 livres vénitiennes, contre 174.375.604 pour la saison correspondante de 1913-1914. » M. Géorgiadès fait ici allusion : aux décrets-lois, du 5 août 1914, ratifié par la loi 500 du 15 décembre 1914, et du 25 août 1914, ratifié par la loi 460 du 30 novembre 1914, ainsi qu'à l'article 2 de cette dernière loi.

(2) Il est à remarquer que les belligérants de la grande guerre se trouvaient, avant celle-ci, à la tête des pays qui sont en relations économiques avec la Grèce. Le tableau suivant que nous empruntons à *M. E. Tsoudéros* (*op. cit.*, p. 212), en est la preuve. Il démontre également le changement survenu depuis 1914, les Etats-Unis ayant pris la première place dans les importations des produits que la Grèce faisait venir jusqu'ici de l'Autriche et de la Russie (céréales, sucre, pétrole) :

| Pays | 1904-1908 | | 1909-1913 | | 1914-1917 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Importation % | Exportation % | Importation % | Exportation % | Importation % | Exportation % |
| Angleterre | 20.9 | 27.05 | 23,2 | 23,09 | 14,85 | 27,38 |
| Russie | 17.67 | 2,38 | 19,36 | 2,02 | 2.72 | 0,64 |
| Autriche-Hongrie | 13,61 | 10,26 | 14,15 | 9,96 | 7,77 | 1,29 |
| Turquie | 10,03 | 5,72 | 5,39 | 3,85 | 2,09 | 1,20 |
| Allemagne | 9,6 | 8.79 | 8,26 | 10,53 | 2,71 | 1,55 |
| France | 7,15 | 8,09 | 6.07 | 10,77 | 8,92 | 9,80 |
| Bulgarie | 5.24 | 0.07 | 4.61 | 0,34 | 1,36 | 0,85 |
| Italie | 4.4 | 5,79 | 3,99 | 6,02 | 7,66 | 13,79 |
| Amérique | 3.14 | 6,93 | 2.48 | 8,25 | 38,75 | 16,64 |
| Belgique | 1,85 | 4.94 | 2,39 | 6,11 | — | 0,71 |
| Roumanie | 1,59 | 0,89 | 1,77 | 0,69 | 1,37 | 1,11 |
| Hollande | 1,26 | 6,67 | 1,48 | 7,62 | 1,65 | 6,76 |
| Egypte | 0,48 | 6,88 | 0,68 | 7,53 | 4,15 | 13,41 |
| Suisse | 0,26 | 0,01 | 0,20 | 0,75 | 0,55 | 0,35 |
| Serbie | — | — | — | — | 1,20 | 1,37 |

diminué (1). Il est vrai qu'en prenant les chiffres d'ensemble du commerce du pays pour l'année 1914, on constate un déficit commercial de 140 millions (2). Seulement, le brusque accroissement de ce déficit revient au fait qu'à partir de 1914, dans les chiffres du commerce extérieur sont compris ceux des nouvelles provinces de la Grèce, dont les besoins en objets d'importation étaient considérables et dont la puissance de production n'est pas encore développée.

Mais à part la balance du commerce, dont l'important déséquilibre a été indépendant du déclenchement de la guerre européenne, il y a d'autres facteurs de la

(1) A cause de la raréfaction de la production dans ces pays par suite de la guerre et de la mobilisation générale, et surtout à cause des restrictions des exportations appliquées au commencement par les nations en guerre. En ce qui concerne cependant les produits d'importation de première nécessité (par exemple : blé, farine, etc.) le Gouvernement a pu, avec le concours de la Banque Nationale, en approvisionner le pays. Cette politique a été poursuivie et organisée depuis, comme nous le verrons.

(2) Voici le tableau du commerce extérieur de la Grèce pendant la période comprise dans ce paragraphe :

| Années | Importation | Exportation | Commerce total | Déficit commercial |
|---|---|---|---|---|
| 1910 | 160,5 millions | 144,5 millions | 305,1 millions | 15,9 millions |
| 1911 | 173,5 » | 140,9 » | 314,4 » | 32,6 » |
| 1912 | 157,6 » | 146,1 » | 303,8 » | 11,4 » |
| 1913 | 177,9 » | 119,0 » | 296,9 » | 58,9 » |
| 1914 | 318,8 » | 178,5 » | 497,4 » | 140,2 » |

Voir aussi page 92, note 1.

En vue de donner une idée de la nature des produits échangés avec l'étranger, voici un tableau de ces produits et de leur valeur en millions de francs or, pour l'année 1911, comparé avec celui pour l'année 1915, comprenant les chiffres de l'ensemble

balance des comptes sur lesquels on peut constater une amélioration notoire, due précisément, en grande partie, au fait de la guerre, et capable de contrebalancer, dans une certaine mesure, le déficit en question. Ainsi, les coupons de la dette publique payés à l'étranger, diminuaient de nouveau sensiblement (1)

de la Grèce telle qu'elle est sortie des Guerres Balkaniques (*E. Tsoudéros, op. cit.*, page 210 :

| Catégories | 1911 | | 1915 | |
|---|---|---|---|---|
| | Importation | Exportation | Importation | Exportation |
| Animaux vivants | 3,1 | 0,09 | 4,7 | — |
| Produits des animaux | 6,1 | 5,4 | 5,9 | 14,0 |
| Produits de pêche | 7,8 | 0,9 | 7,7 | 0,6 |
| Produits agricoles | 56,2 | 75,5 | 121,2 | 118,9 |
| Huiles et graisses | 1,0 | 9,4 | 1,7 | 24,5 |
| Produits des forêts | 12,5 | 4,0 | 18,0 | 5,9 |
| Minéraux et métaux | 28,6 | 24,1 | 37,1 | 21,0 |
| Produits chimiques | 8,8 | 1,1 | 12,4 | 4,9 |
| Peaux et os ouvrés | 1,8 | 0,1 | 3,5 | 0,7 |
| Pâtisseries, pâtes et comestibles | 6,2 | 0,1 | 20,0 | 0,1 |
| Vins et boissons | 0,6 | 18,2 | 0,3 | 17,9 |
| Fils et tissus | 20,4 | 0,1 | 21,7 | 4,7 |
| Verrerie et poterie | 1,9 | — | 2,2 | 0,1 |
| Métaux ouvrés | 6,9 | 0,8 | 5,0 | 1,4 |
| Papier et ses applications | 4,5 | 0,04 | 7,2 | 0,1 |
| Divers | 6,3 | 0,5 | 9,9 | 3,0 |
| Totaux | 173,5 | 140,9 | 289,3 | 218,3 |

(1) La bonne situation économique, financière et monétaire de la Grèce a amené, en effet, beaucoup de grecs qui avaient l'habitude de placer leur argent à l'étranger, à acheter des titres nationaux et à les faire venir dans le pays. D'ailleurs, dans la seconde moitié de 1914, ce mouvement a pris des proportions encore plus grandes, étant donné qu'il constituait l'une des mesures de sécurité qui ont été prises en Grèce dès la déclaration de la guerre et dont nous avons déjà analysé les effets sur la circulation de la loi Γ X M B.

et, d'une manière générale, les capitaux grecs placés à l'étranger revenaient de plus en plus abondants dans le pays (1), tandis que d'un autre côté, les profits en

(1) Ce mouvement qui s'accentuait de plus en plus depuis 1910, s'est précipité davantage, comme nous avons pu le constater plus haut, par suite de la guerre européenne. Mais en dehors des capitaux nationaux, on a pu enregistrer aussi une certaine affluence de capitaux étrangers, qui venaient depuis 1910 se placer dans le pays dans des conditions moins onéreuses pour lui, par suite de la sécurité absolue que ces placements présentaient depuis cette date. Il est évident que ce double mouvement, qui a provoqué une abondance de capitaux et une baisse du taux de l'intérêt et de l'escompte au profit de la production nationale, a été encouragé ou provoqué principalement par la fixité du change et la solidité de la drachme. Car, ainsi que l'indique le rapport de la Banque Nationale pour l'année 1912 : « ... Il ne doit pas nous échapper que, pour que la parité du billet de banque puisse entraîner tous ces résultats en faveur du crédit et du progrès économique du pays, surtout au point de vue de l'affluence de capitaux étrangers, il est indispensable que cette parité soit démontrée comme la conséquence d'un assainissement monétaire stable. Et c'est l'impression de ce phénomène que donne aujourd'hui notre circulation monétaire, d'autant plus que le phénomène inverse a été signalé dans d'autres pays. Et comment pourrait-il en être autrement, puisque les résultats heureux, dépassant toute attente, de la disposition de la loi Γ X M B en question, ont franchement entraîné le retrait du cours forcé sans sacrifices pécuniaires de la part de l'Etat, et cela par une évolution normale présentant de plus grandes probabilités de consolidation du retrait du cours forcé; car, lorsqu'il s'agit de ce retrait la question primordiale est celle de la consolidation. Aussi, voyons-nous l'Italie et l'Autriche hésitant à prendre une décision à ce sujet. Et quelle importance peut avoir la formalité du retrait quand nous voyons inversement, dans des pays, comme la Roumanie actuellement, la monnaie fiduciaire se déprécier sensiblement malgré la non existence du cours forcé, ce qui signifie que sa Banque Nationale rend impossible, par des difficultés insurmontables, le remboursement en or de ses billets de banque, et exige un agio tout-à-fait disproportionné pour vendre du change sur l'étranger ».

or (1) de la Marine marchande commençaient déjà à augmenter rapidement (2).

Inutile de s'attarder plus longtemps à cet exposé de la situation de la balance des comptes de la Grèce. Il suffit de rappeler à ce sujet deux faits essentiels : d'une part que l'accroissement rapide de la circulation, en d'autres termes, des réserves de change de la loi Γ X M B, depuis 1910, est une preuve infaillible de la situation favorable de la balance des comptes pendant la période visée (3). D'autre part, que même si cette balance était devenue défavorable, par suite des événements de la fin de 1914, le système de la loi ci-dessus aurait toujours comblé le déficit et aurait, par là, empêché toute fluctuation des cours du change.

De toute façon on peut conclure de cette étude sur la manière dont le marché grec a supporté la crise du début de la guerre, en affirmant que, en somme, ce n'est que par suite de l'organisation apportée préalablement par l'article 8 de la loi de 1910, et de la souplesse, de la force de résistance et du pouvoir d'adaptation de ce sys-

---

Ces paroles, ainsi que les diverses autres citations des rapports de la Banque Nationale qui précèdent, prennent une importance d'autant plus grande quand on pense qu'elles viennent du promoteur même du système de la loi Γ X M B, le Gouverneur *M. J. Valaoritis*.

(1) Pour l'accroissement des remises des émigrés grecs, voir page 93, note 1.

(2) Vu le grand besoin pour les belligérants de moyens de transports par mer. Ces profits, qui se chiffraient avant la guerre à 25-30 millions, ont été évalués, pour l'année 1914, à 100 millions par *M. Andréadès* et à 125 millions par *M. Lefèvre-Meaulle*.

(3) Voir page 195, note 2, et page 203, note 1.

tème, que le marché grec a pu présenter l'exemple, peut-être unique, de n'avoir été amené qu'à modifier très peu son mouvement habituel à la suite du bouleversement général provoqué par l'état de guerre, et d'avoir pu surmonter la crise par le simple jeu du fonctionnement normal du système Γ X M B. Aussi c'est après cette expérience difficile par laquelle ce système a pu démontrer toute l'étendue de sa valeur, que le prestige et la confiance en lui ont été définitivement consolidés.

## CHAPITRE DEUXIÈME

## LA PÉRIODE 1915-1917. LES SERVICES QUE LE SYSTÈME A RENDUS A LA GRÈCE PENDANT SA NEUTRALITÉ ET LA POLITIQUE DE CHANGE ET DE CIRCULATION ADOPTÉE A SON SUJET.

### SECTION I

### Les modifications provisoires quant aux dispositions et à l'application de la loi de 1910, nécessitées par la guerre.

#### § 1. — *La baisse du change des belligérants sur les places étrangères.*

Si la crise du début de la guerre a pu être surmontée par le marché hellénique organisé par la loi Γ X M B, sans provoquer au point de vue intérieur le trouble auquel on aurait pu s'attendre, la continuation et l'extension du conflit mondial devaient amener, à partir de 1915, de nouveaux éléments de perturbation et poser de nouveaux problèmes pour la Grèce. En effet, au fur et à mesure que la guerre se prolongeait, tandis qu'elle entraînait chez les belligérants, même les plus puissants, une situation économique, financière et monétaire, de plus en plus précaire, qui ne devait pas tarder à influencer leur balance économique et la valeur de leur monnaie nationale, elle provoquait aussi un bouleverse-

ment profond dans l'ensemble des transactions internationales et dans le mécanisme habituel de leur réglement.

Ce nouvel état de choses ne pouvait qu'exercer sa répercussion sur les pays neutres et, par conséquent, sur la Grèce, qui a dû subir, d'ailleurs, jusqu'à l'époque de sa participation intégrale à la guerre, les effets économiques particulièrement mauvais de la politique générale du Gouvernement officiel du pays. Il est résulté de cette situation, pendant la période 1915-1917, certaines modifications de fait ou de droit dans les conditions économiques et monétaires de la Grèce. Ces modifications, qui déterminent la situation créée par l'état de guerre, seront examinées respectivement dans les pages suivantes, non seulement parce qu'elles comportent un certain changement dans le fonctionnement du système de la loi Γ X M B, tel qu'il s'est présenté jusqu'ici, mais aussi parce qu'elles représentent la politique de circulation et de change suivie par le pays durant sa neutralité. Comme nous allons le voir, cette politique restant fermement attachée au système de la loi Γ X M B, qui devait jouer un rôle de plus en plus prépondérant et salutaire dans la vie économique et monétaire de la Grèce, a assuré à cette dernière, en dépit des difficultés multiples de cette période, une situation extrêmement favorable de sa circulation et de son change.

Arrêtons-nous, tout d'abord, à la question du change telle qu'elle se posait pour la Grèce au début de la période 1915-1917. Ainsi qu'il appert du chapitre précédent, la situation du change grec était, au commencement de 1915, vu la solidité de la circulation fiduciaire

du pays et les conditions favorables de sa balance des comptes, des plus satisfaisantes. Il était donc à penser qu'une fois apaisée la perturbation qui marqua les premiers mois qui suivirent le début des hostilités, et le marché mondial accommodé aux conditions nouvelles amenées par l'état de guerre, les cours des changes continueraient à se maintenir sur la place d'Athènes, au pair, comme auparavant ; d'autant plus que, s'il y avait des chances d'une baisse plus ou moins marquée sur le marché grec du cours des changes sur les pays belligérants (1), la loi du 19 mars 1910 serait toujours là pour empêcher ce mouvement de se manifester.

Cependant, les choses ne se passèrent pas ainsi, car à partir de 1915, le changement profond que la guerre a apporté dans la balance des comptes et dans la situation monétaire des grands pays belligérants, a commencé à produire son effet sur leur propre change. Il y eut, d'une part, l'énorme déséquilibre de la balance des comptes de ces pays (2), déséquilibre qui ne pouvait plus être

---

(1) Voir page 225.

(2) Le principal facteur de ce déséquilibre fut l'augmentation énorme de l'écart entre les importations et les exportations, à cause : 1° de la diminution de ces dernières, provoquée par le blocus ou la guerre sous-marine, par les restrictions légales du commencement de la guerre, par le fait que le marché mondial des denrées a été coupé en deux, par l'interruption de l'industrie causée par la mobilisation et le manque de matières premières ; 2° de l'accroissement des importations dû au développement considérable des besoins militaires et aussi alimentaires des belligérants, au mouvement de hausse des prix à l'intérieur de ces pays, etc...

A ce déséquilibre de la balance commerciale, vinrent s'ajouter la suppression du paiement des coupons d'une grande partie des emprunts consentis par les belligérants antérieurement à la guerre, la suspension de tous les services internationaux, etc...

éliminé par les moyens habituels, vu l'épuisement de leurs crédits à l'étranger (1) et l'interdiction de l'exportation de l'or (2), d'autre part, l'accroissement disproportionné de leur circulation fiduciaire, combiné chez certains d'entre eux, avec la proclamation du cours forcé, qui provoquèrent une baisse rapide de leur change à l'étranger, qui n'était pas autre chose qu'une baisse de la valeur de leur valuta nationale, en d'autres termes, une véritable prime de l'or (3).

Il est certain que, dans ces conditions, la loi du 19 mars 1910, qui doit régler les cours du change sur la base du pair absolu, ne pouvait plus jouer en ce qui

---

(1) Nous voulons parler des crédits que chaque pays dans son ensemble, pouvait avoir au dehors au commencement de la guerre.

(2) Il est vrai que l'Angleterre et, plus tard, les Etats-Unis ont maintenu, au moins théoriquement, l'exportation de l'or ; mais en fait, cette exportation a été rendue extrêmement difficile. D'ailleurs, même les Etats-Unis ont formellement prohibé plus tard (10 septembre 1917) l'exportation de l'or. Cet embargo a été levé le 9 juin 1919, sauf pour les pays ennemis et la Russie bolcheviste.

Il est vrai aussi que les différentes banques d'émission, après avoir concentré le plus d'or possible dans leurs caisses, en ont expédié une partie à l'étranger, en vue de remédier au déséquilibre de la balance des comptes, soit directement soit indirectement (quand l'or servait de garantie pour l'ouverture de crédits plus élevés). Mais cette politique ne pouvait avoir que des effets médiocres, et les banques se sont vite aperçues qu'elles auraient fini par se dessaisir de toute leur encaisse métallique, pour n'arriver à apporter à la situation qu'une amélioration tout-à-fait provisoire.

(3) Quoique pas apparente à l'intérieur de chaque pays, puisque, d'une manière générale, il n'y existait pas un marché libre de l'or.

concerne le change sur les pays belligérants, étant donné que leur monnaie légale ne représentait plus, en fait ou en droit, de l'or. La Banque Nationale qui était obligée par cette loi de n'acheter et ne vendre au pair que l'or, ou le change équivalent à l'or (1), ne devait naturellement plus effectuer ses opérations de change sur ces pays, qu'en dehors de toute intervention du système de la loi Γ X M B, et ne devait plus régler ces opérations que sur l'offre et la demande de ces changes en Grèce (2). C'est la raison pour laquelle, à partir de 1915, le change sur les différents pays belligérants se mit à baisser, d'une manière plus ou moins accentuée, au-dessous du pair, sur le marché grec (3). Ainsi, au mois de mai 1915, les cours du change sur Paris étaient déjà à 98,6, pour descendre à 95,7 le mois suivant, à 90,5 en août, et enfin à 88, 5 en octobre.

---

(1) Voir le texte de l'article 8, pages 56-57, ainsi que nos explications sur l'interprétation de cet article, dans les pages 116 et suivantes.

(2) Sous réserve naturellement des effets que pourrait encore exercer le jeu de l'arbitrage. Une politique contraire de la part de la Banque Nationale serait d'ailleurs impossible, étant en contradiction avec toutes les lois économiques, et ruineuse pour le pays, vu l'énorme différence qui se serait produite entre les cours du franc. par exemple, à Athènes, et ceux de la drachme à Paris. Ainsi. on se serait empressé à Paris, d'acheter des drachmes à Athènes, avec une somme égale en francs, et de revendre ces drachmes à Paris contre une somme en francs de beaucoup supérieure. Résultat : ce ne serait pas le franc qui se serait maintenu au pair, mais c'est la drachme qui aurait descendu, sans aucune raison, au niveau du franc. Voir aussi page 175, note 2.

(3) Exception faite, toutefois, de la livre sterling qui s'est même maintenue un peu au-dessus du pair pendant les 8 premiers mois de 1915, pour ne descendre au-dessous qu'à partir du mois de septembre de la même année.

Dès lors, la question du change en Grèce se présentait sous un aspect tout-à-fait nouveau (1).

§ 2. — *Les inconvénients que la répercussion de cette baisse du change des belligérants pouvait avoir sur l'ensemble du marché grec, ont pu être évités.*

Cette nouvelle situation du change que nous venons d'indiquer et qui allait en se dessinant d'une façon de plus en plus marquée, quoique dans son ensemble susceptible de confirmer une fois de plus la confiance dans la situation économique et monétaire de la Grèce, et de flatter l'orgueil national (2), n'était cependant pas sans inspirer aux initiés certaines inquiétudes et sans comporter quelques inconvénients. En effet, l'inapplication forcée de l'article 8 de la loi de 1910, en ce qui concerne les changes de la plupart des belligérants :

*a*) Equivalait à un rétrécissement considérable du champ d'action de la loi Γ X M B, ce qui devait forcément priver presque complètement la Grèce de tous les avantages, non seulement de fixité du change, mais

(1) Et devait plus tard se compliquer davantage par l'adjonction d'autres facteurs capables d'influencer aussi bien le change que la circulation, et que nous n'avons pas rencontrés jusqu'ici. Ce furent ces considérations qui nous amenèrent à étudier dans un chapitre distinct la circulation fiduciaire et le change en Grèce, à partir de 1915 et jusqu'à l'époque de l'entrée en guerre de ce pays, événement qui devait présenter le sujet ci-dessus sous un aspect encore nouveau que nous examinerons dans le chapitre suivant.

(2) L'ensemble du pays n'aurait jamais pu croire à la stabilité de la drachme à cours forcé, au moment où le franc aurait perdu une partie de son pouvoir d'achat.

aussi de solidité et d'élasticité de la circulation, que le système de cette loi fondamentale comportait (1), et que sa large application avait effectivement assuré jusqu'ici (2).

*b*) En ce qui concerne particulièrement le change, cette inapplication ne pouvait que ressusciter les fluctuations constantes des cours des changes des belligérants sur le marché grec, avec toutes les conséquences fâcheuses de l'incertitude et de la spéculation qui s'ensuivent (3).

*c*) Enfin, cette tendance de spéculation devant fatalement se manifester plutôt dans le sens de la demande

---

(1) Nous entendons par là les multiples avantages que nous avons essayé de faire ressortir dans le troisième chapitre de la partie précédente.

(2) Il est évident qu'une stricte application des dispositions de l'article 8, imposait à la Banque Nationale, conformément à l'interprétation que nous avons déjà donnée (voir pages 116 et suivantes), de ne plus effectuer ses opérations de change sur les pays à monnaie dépréciée, qu'en vertu du décret du 9 mars 1897 et en se conformant aux cours du marché (voir pages 47, note 1 et 118, note 3). Elle ne pouvait donc plus émettre des billets de banque en vertu de la loi Γ X M B, pour l'achat de traites sur les pays en question. Mais vu le nombre et l'importance de ces derniers, qui constituaient les principaux débouchés des produits de la Grèce et presque les uniques fournisseurs d'objets manufacturés, et de crédit, il n'est pas exagéré de dire que l'inapplication du système Γ X M B pour le change de ces pays, équivaudrait pour ainsi dire à l'abrogation d'une loi dont le succès et les services ont été si grands.

(3) La spéculation, en contribuant à accentuer davantage les oscillations du change, aurait mis le marché grec dans une situation très difficile, susceptible d'entraver gravement le commerce extérieur, d'apporter des perturbations continuelles à la Bourse des valeurs, etc.

que dans celui de l'offre de change sur l'étranger (1), était capable d'entraîner la diminution des réserves de change de la Banque Nationale, laquelle concentrait, grâce à la loi Γ X M B, la presque totalité du change disponible du pays et, par là, de dépouiller ce dernier des fonds nécessaires à son économie nationale (2).

La Banque Nationale n'a pas tardé à se rendre compte de ces résultats néfastes, qu'aurait entraîné la stricte application de la lettre de l'article 8. Aussi, après un

---

(1) Il était à craindre que les capitaux disponibles du pays, dans le but de profiter plus tard de la baisse du change du moment sur les pays belligérants, n'émigrent en masse vers ces pays où le taux de l'intérêt avait d'ailleurs sensiblement augmenté. Il était à craindre aussi, quoique dans une mesure moindre par suite des interdictions des exportations chez les belligérants, que le commerce d'importation ne se mette à faire venir de ces pays des marchandises en quantités dépassant les besoins présents du marché, de crainte de ne pouvoir le faire plus tard qu'à un cours supérieur des devises sur les belligérants. Ces mouvements étaient d'autant plus à prévoir que l'impression générale du marché grec à ce moment était que les cours de la livre sterling et du franc ne tarderaient pas à remonter vers le pair, et que, dans le cas contraire, la drachme ne pourrait rester encore longtemps au pair et assurer une prime sur des monnaies comme la livre sterling et le franc.

(2) La conservation de l'épargne nationale dans le pays prenait, depuis la guerre, une importance particulière, puisque la Grèce ne pouvait plus compter beaucoup sur ses bailleurs de fonds habituels (qui étaient tenus à garder leur argent pour la couverture des dépenses de leurs Etats respectifs), pour se procurer l'argent dont elle aurait pu avoir besoin pour équilibrer son budget (dont les dépenses allaient en s'accroissant par suite même de la guerre, par exemple : préparatifs militaires, hausse des prix, etc.) et pour augmenter sa production nationale, surtout en produits de première nécessité (augmentation absolument nécessaire, en présence des difficultés croissantes des importations).

bref moment d'hésitation et de tâtonnements (1), elle a adopté, en se prévalant toujours des prérogatives que la loi de 1910 lui accordait, une politique heureuse de change et de circulation qui consistait à conserver au pays les multiples avantages que le système Γ X M B lui avait jusque-là accordés et qui lui étaient plus que jamais précieux. Guidée par un esprit d'opportunité, mais aussi par la juste considération que le législateur de 1910, en établissant les termes de l'article 8, n'avait point pensé à la possibilité d'une baisse simultanée de la valeur de monnaies jouissant d'un prestige mondial, elle a assuré au système de cet article, par une interprétation large, la faculté d'une application aussi étendue qu'auparavant, tout en l'adaptant à la situation nouvelle.

Avant d'analyser cette politique de la Banque Na-

---

(1) Ainsi, la Banque, en présence de la tendance à la baisse des changes anglais et français, a commencé à faire certaines difficultés pour acheter, en vertu de la loi de 1910, du change sur Paris et Londres, peut-être non pas tant dans un esprit d'application stricte des dispositions de l'article 8, que de peur d'être obligée de revendre plus tard le change acheté avec perte.

Indiquons à cette occasion que, comme cette attitude de la Banque Nationale pouvait gêner et entraver le commerce d'exportation, le Gouvernement, en continuité des mesures déjà prises par lui au début de la guerre et indiquées plus haut (voir pages 225 note 1 et 226 note 1) a fait voter la loi 528 du 27 décembre 1914, laquelle par son article 3, mettait à la charge du Trésor toute perte que la Banque Nationale aurait pu subir dans le courant de l'année 1915, par suite de la différence entre le prix d'achat et celui de vente du change provenant de l'escompte de traites émises en Grèce et garanties par des connaissements de tabac, de raisin sec et d'autres produits helléniques. Nous dirons plus loin notre opinion relativement à cette manière d'agir du Gouvernement.

tionale, remarquons que, si au point de vue opportunité économique elle a été vraiment ingénieuse et d'une clairvoyance indiscutable, au point de vue juridique elle n'a pas été, à notre avis, absolument correcte. Ce défaut est d'autant plus impardonnable que la Banque, en présence des avantages évidents de la politique qu'elle a jugé bon d'adopter, n'aurait pu éprouver auprès du Gouvernement la moindre difficulté pour que ce dernier demande à la Chambre de consacrer, par voie législative, la légalité de la politique dont il s'agit.

Il importe maintenant de préciser ces considérations préliminaires :

### § 3. — *Le maintien en application du système* Γ X M B, *adapté à la situation nouvelle.*

L'attitude prise par la Banque Nationale, en présence de la baisse du change des belligérants, consiste en deux points essentiels :

*A*) Le premier visait plus particulièrement à conserver à la Grèce son système de circulation fiduciaire, autant que possible dans son intégralité, en l'adaptant à la nouvelle situation monétaire internationale. Dans ce but, la Banque a décidé de poursuivre l'application du système d'achat et de vente de change de la loi Γ X M B, même pour les devises tirées ou à tirer sur les pays à monnaie dépréciée, tout en tenant naturellement compte chaque fois de cette dépréciation. Cette attitude, en permettant à la Banque de ne pas amoindrir le jeu de ses émissions de billets pour le compte de la loi Γ X M B et de continuer ainsi à assurer à la circulation fiduciaire de la Grèce ses qualités d'élasticité et de solidité dans

des conditions analogues à celles existant jusqu'ici, avait pour résultat de ne pas priver le pays, juste dans une période pleine de difficultés présentes et à venir, de son précieux système monétaire (1).

Evidemment, d'ores et déjà le fonctionnement de ce système pouvait entraîner des profits, mais aussi et surtout, des pertes importantes pour la Banque (2), et ne permettait plus le maintien constant d'un équilibre effectif dans le compte spécial de la loi Γ X M B (3).

---

(1) De tous les avantages du système Γ X M B en tant que système de circulation, que nous avons étudiés dans le chapitre 3 de la partie précédente, les seuls qui ne pouvaient plus être assurés, c'étaient ceux résultant de la possibilité de conversion en or effectif des réserves de change à l'étranger, à savoir celui de la facilité du retour au cours légal et peut-être aussi celui de la confiance dans la drachme. Néanmoins, ce résultat de la guerre mondiale, qui était relativement insignifiant en comparaison de la détérioration monétaire qui en est résultée dans la plupart des autres pays, ne pouvait plus avoir la même importance qu'auparavant, la Grèce ne devant pas songer au retour au cours légal, au moment où des pays comme la France étaient placés sous le régime du cours forcé.

(2) Suivant le taux auquel serait vendu par la Banque le change acheté à un certain prix. Et il y avait à prévoir que dans l'ensemble des opérations de change pour le compte de la loi Γ X M B, ce taux serait plutôt inférieur que supérieur au prix d'achat. Pour apprécier l'intérêt de cette remarque, il ne faut pas oublier que la Banque, conformément à la loi ci-dessus, était tenue à acheter ou à vendre, au taux du jour, tout le change dont le public serait possesseur ou aurait besoin. Par conséquent, étant donné que c'était ce dernier et non pas la Banque qui devait régler le sens et la quantité de ses opérations de change, celle-ci ne pouvait rien faire pour éviter les pertes qui auraient pu en résulter.

(3) Les cours de la plupart des monnaies dans lesquelles les dépôts de change de la loi Γ X M B étaient effectués, devant

Seulement, cette anomalie et ces pertes éventuelles par lesquelles était racheté le maintien de la combinaison ingénieuse du système Γ X M B, ne pouvaient pas faire reculer la Banque devant sa décision.

Cette décision, et voilà où en est la question, la Banque Nationale pouvait-elle la prendre toute seule? — Nous ne le croyons pas.

Si on prend en considération les termes de l'article 8 de la loi de 1910, d'après lesquels, conformément à l'interprétation que nous en avons donnée plus haut, le change acheté et vendu en vertu de cet article, doit toujours consister en monnaies se trouvant à la parité de l'or (1), on voit que la Banque devait, en suggérant au Gouvernement son heureuse politique, lui demander de déposer à la Chambre un projet de loi tendant à modifier en conséquence les dispositions de l'article 8 de la loi du 19 mars 1910. Une pareille loi n'a pas été votée; ce qui indique que, aussi bien la Banque que le Gouvernement, par son consentement tacite, se sont ralliés

---

changer tous les jours, aussi bien au-dessus qu'au-dessous du prix auquel ces dépôts ont été acquis.

En prévision de cette situation anormale, la Banque Nationale a adopté, relativement à l'établissement du compte de la loi de 1910, une méthode nouvelle, basée toujours sur l'évaluation au pair des monnaies dans lesquelles les réserves ci-dessus étaient constituées, et par conséquent, sur l'établissement d'un équilibre pour ainsi dire fictif, au compte de la loi Γ X M B. Cette manière de procéder, qui ne change naturellement en rien la situation effective, et qui était inspirée par l'interprétation que la Banque donnait aux dispositions de l'article 8, citées page 116, note 1, ne pourra être expliquée d'une façon plus détaillée, qu'après que nous aurons étudié les effets de l'ensemble de la politique de la Banque Nationale dans la pratique.

(1) Voir pages 116 et suivantes.

à une interprétation large de la loi Γ X M B, laquelle semble, depuis, avoir définitivement prévalu (1).

Mais si les règles juridiques n'ont pas été, à notre avis, strictement observées, le maintien du fonctionnement du système de réglementation de la circulation de la loi Γ X M B, dans toute son étendue, quoique un peu modifié, a été, sans aucun doute, d'une politique très éclairée et avisée, dont la Banque Nationale ainsi que le Gouvernement n'ont eu, depuis, qu'à se féliciter.

*B*) Le deuxième point de la politique adoptée par la Banque Nationale, avait surtout pour objet de conserver à la drachme la fixité de sa valeur au pair et de continuer à éliminer du marché grec, en dépit de la perturbation générale des changes, toutes les causes de fluctuations continuelles et accentuées de ces derniers, autres que celles résultant de la valeur réelle des différentes monnaies à un moment donné. Pour arriver à ce résultat, il ne suffisait pas, en effet, d'acheter et de vendre à la première demande du change selon la loi Γ X M B, en se conformant au cours du marché (2). Il

---

(1) Cette interprétation qui constitue maintenant un précédent, doit être, selon nous, soit condamnée, soit consacrée officiellement par un texte de loi. Quand il s'agira de rechercher les modifications à apporter au régime de la loi Γ X M B, nous indiquerons notre opinion sur l'attitude que doit adopter le Gouvernement à ce sujet.

(2) Cela veut dire que :

En dehors du facteur valeur de la monnaie légale de chaque pays, qui devait toujours être pris en considération pour la fixation des cours du change sur ce pays, si on voulait maintenir la drachme au pair ;

En dehors du facteur de la balance des comptes, qui ne pour-

fallait, tout au contraire, réglementer ces cours, en n'effectuant des opérations de change qu'à un taux basé sur le pair, ou bien sur la différence existant chaque jour entre la valeur de telle ou telle monnaie et le pair, procédé qui aurait ainsi assuré à la drachme sa fixité au pair absolu.

Seulement depuis que l'or avait cessé de jouer son rôle de régulateur automatique des changes entre les différents pays, tant belligérants que neutres, en d'autres termes, depuis que les courants monétaires internationaux avaient cessé de fonctionner et de compenser les créances et les dettes de tous les pays, comment discerner parmi les différentes causes qui pouvaient influencer les changes, quelle était la baisse exacte de la valeur d'une monnaie donnée, par rapport au pair or, ou même quelle était la monnaie qui représentait exactement ce pair (1) ?

---

rait plus exercer aucune influence, du moment que la Banque Nationale poursuivrait, par hypothèse, les opérations de change pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β et équilibrerait ainsi toujours l'offre et la demande de change sur le marché ;

Il fallait éloigner aussi de ce dernier l'action du facteur confiance, dont l'importance, par suite de l'impression que pouvaient produire les différentes opérations de guerre et de leur exploitation par la spéculation, était capable de devenir prépondérante et de provoquer des oscillations constantes et irrégulières entre la drachme et le franc, la livre sterling ou le mark, oscillations que la Banque n'aurait eu qu'à suivre.

(1) Un simple exemple suffira pour éclairer cette idée : A première vue le cours de la livre sterling représentait toujours le pair or, puisqu'elle n'avait pas cessé officiellement, d'être remboursable en or. Cependant cette monnaie enregistrait une baisse marquée par rapport à d'autres monnaies jouissant aussi du cours légal, baisse qui était d'ailleurs loin d'être la même sur les diffé-

La Banque Nationale a pu éluder cette nouvelle difficulté, en se basant toujours sur l'esprit de la loi Γ X M B et sur la puissance que cette loi lui avait conférée. Effectivement, cette loi et le droit d'émission supplémentaire qu'elle a octroyé à la Banque ont fait que cette dernière était le principal et presque unique dépositaire de l'or et du change disponibles dans le pays et pouvait, par là, imposer ses cours au marché. Elle était donc toujours en mesure de régler le change sur les divers pays sur une base nouvelle qu'elle aurait choisie à la place de celle de la loi de 1910, laquelle ne pouvait plus jouer, et d'obtenir ainsi, avec la régularité des changes, une fixité de la drachme se rapprochant le plus possible du pair or.

En partant de cette conception judicieuse, la Banque Nationale adopta la politique de régler les cours du change sur Paris, Londres et les autres places, sur la base de la parité du dollar, qui se substitua ainsi au pair absolu prévu par la loi de 1910.

Au sujet de cette substitution des cours du dollar au pair or dicté par l'article 8 comme base de la fixation du prix d'achat et de vente d'or et de change effectué conformément à cet article, on pourrait encore se demander si la Banque Nationale (1) n'avait pas besoin pour mettre en œuvre cette politique, d'une nouvelle au-

---

rentes places, par exemple : Genève, Amsterdam, New-York. Dans ces conditions, quelle était la monnaie qui représentait réellement le pair ? le franc suisse ou le dollar ? Pourquoi plutôt l'un que l'autre, ou bien une troisième monnaie ?

(1) En admettant même qu'elle ne s'éloignait pas des dispositions de cette loi en achetant et en vendant du change sur les pays à monnaie dépréciée.

torisation législative, modifiant les termes de la loi de 1910, en ce qui concerne la base du taux auquel les opérations de change de cette loi devaient s'effectuer.

Cette remarque peut faire objecter qu'en somme, au moment où la Banque introduisit sa politique, le dollar était universellement considéré comme représentant le pair absolu (1) et que, par conséquent, cet établissement ne faisait que se conformer aux termes de l'article 8. Néanmoins, cette qualité attribuée au dollar, qui a été la conséquence d'une nécessité pratique beaucoup plus que d'une réalité mathématique, devenait un peu problématique depuis la baisse de la valuta américaine sur plusieurs marchés neutres (2) constatée depuis 1917 (3).

(1) Non seulement en Grèce, mais aussi dans les autres pays, le dollar s'est imposé, depuis 1915, par la force même des choses, comme l'unité sur laquelle devaient être comparés et établis les cours des différentes monnaies dans leurs rapports avec l'étranger.

(2) Le dollar se maintint, d'ailleurs, vraisemblablement au pair absolu jusqu'à la fin de 1916, époque à laquelle les banques fédérales se mirent à accumuler chez elles le plus d'or possible. Depuis cette date, on peut dire que si le dollar est la monnaie qui se rapproche le plus du pair absolu, malgré l'interdiction de sortie de l'or introduite en 1917 (voir page 234, note 2), il ne représente cependant plus le pair or. Cette particularité est reconnue en Amérique. Ainsi, le « Commercial and Financial Chronicle », écrivait le 20 décembre 1919 : « Même dans ce pays-ci la monnaie d'or et le métal en lingots, auraient dû avoir une prime pendant la guerre, s'ils pouvaient être obtenus pour être exportés. La vérité est que la valeur de l'or est maintenant désassociée de la valeur de toutes les autres marchandises, ce n'est pas le véritable étalon par lequel les valeurs sont mesurées ».

(3) Du moins à cette époque, le vote d'une loi modifiant l'article 8 de la loi de 1910, aurait pu consacrer la situation de fait.

Mettant de côté cette nouvelle question d'ordre purement juridique, empressons-nous d'indiquer que, grâce à cette politique de la Banque Nationale de parité constante entre la drachme et le dollar et de maintien du système de réglementation des changes de la loi Γ X M B sur cette base nouvelle :

La baisse du change sur les pays belligérants a été, dans la suite, en Grèce, moins accentuée que dans les autres pays neutres, et n'a pas été marquée par des variations continuelles (1).

L'influence de la spéculation sur les cours du change a été complètement écartée et son champ d'action renfermé dans des limites étroites.

Enfin, l'empressement des capitaux à émigrer à l'étranger et à se transformer en articles d'importation pour réaliser la différence de change du moment, de peur que la drachme ne retombe plus tard au niveau du franc, a été forcément calmé, par suite de la confiance que la drachme a inspirée, puisqu'elle devait suivre dorénavant les cours du dollar (2).

---

(1) Etant donné que les différents belligérants se sont toujours appliqués, avec une attention tout à fait particulière, à combler le déficit de leur balance des comptes envers les Etats-Unis, et à réglementer leur change avec ces derniers de façon à éviter, autant que possible, sa baisse croissante et ses oscillations irrégulières.

(2) Le décret-loi qui vint interdire plus tard, à l'exemple des mesures prises par la presque totalité des belligérants, la sortie des capitaux de la Grèce, sans autorisation spéciale, ne fit que confirmer et compléter la politique déjà suivie par la Banque Nationale. Les circonstances dans lesquelles ce décret-loi a été émis seront exposées dans le chapitre suivant.

§ 4. — *La situation créée par la baisse des changes des belligérants aux réserves de change déjà constituées de la loi de* 1910, *et l'attitude prise à cet égard.*

La baisse des changes des belligérants, en dehors du contre-coup qu'elle a pu exercer sur le mécanisme monétaire et de change appliqué en Grèce depuis 1910, en ce qui concerne son fonctionnement normal dans l'avenir, contre coup qui a été évité de la façon que nous venons de voir, mettait aussi en jeu la valeur effective des dépôts de change constitués dès avant 1915, conformément à la loi Γ X M B, dans les différents pays belligérants, et servant de couverture à la circulation basée sur cette loi (1).

La baisse de la valeur des monnaies, dans lesquelles ces dépôts étaient remboursables, imposait à la Banque Nationale, en conformité des stipulations formelles de l'article 8, dont nous avons déjà essayé de préciser la portée, de retirer immédiatement les dépôts constitués en vertu de cet article et se trouvant dans les pays à change déprécié, et de les transformer en d'autres monnaies représentant le pair et, par là, présentant les garanties exigées par la loi (2).

Il apparaît cependant tout de suite, qu'en présence

---

(1) Voir pages 175 et suivantes.

(2) Le fait que la nouvelle situation des changes internationaux devait amener et a effectivement amené à une certaine déviation, pour l'avenir, des dispositions strictes de la loi de 1910, constituait une question tout autre que celle de la politique à suivre relativement au sort des réserves de change déjà formées par suite du fonctionnement antérieur et normal du système Γ X M B.

d'une baisse de la valuta nationale de tant de pays à la fois, une application rigoureuse de la loi de 1910 n'était pas facile ni opportune. Car, tandis que parmi les pays ayant proclamé le cours forcé et devant être ainsi considérés comme voués à un change défavorable, il y avait des puissances jouissant quand même d'un très grand crédit et se trouvant en relations économiques très étroites avec la Grèce (1) ; la plupart des autres pays, qui possédaient le cours légal (2) et dont la monnaie était, par suite, censée représenter toujours le pair absolu, étaient soit des puissances secondaires, n'ayant et ne pouvant avoir que des rapports économiques très restreints avec la Grèce (3), soit des puissances à monnaie ne présentant pas, au point de vue de sa fixité, une sécurité absolue, ces dernières étant vouées à une balance défavorable et ayant de fait interdit l'exportation de l'or (4). Parmi tous les pays, il n'y avait en somme que les Etats-Unis qui faisaient une exception et qui ne présentaient aucun des inconvénients ci-dessus, tant au point de vue de leur importance économique, qu'à celui de la solidité et de la fixité au pair de leur monnaie légale (5).

---

(1) Par exemple, la France.

(2) Parce qu'ils n'ont point proclamé le cours forcé, ou bien parce qu'ils l'ont aboli de nouveau, une fois les premiers moments de la crise passés. Voir page 213, note 1.

(3) Par exemple, la Hollande.

(4) Par exemple, l'Angleterre, pour laquelle on peut d'ailleurs se demander si, de fait, elle n'était pas au cours forcé, la Banque d'Angleterre refusant systématiquement et sous différents prétextes, d'échanger son or contre des billets. Aussi, le cours de la livre sterling ne représentait déjà plus le pair absolu.

(5) Voir les réserves que nous avons émises au sujet de cette fixité du dollar page 246.

Devant une pareille situation, sans précédent, il ne restait que deux alternatives :

La première serait de s'écarter légèrement de la stricte application des dispositions de l'article 8 et de conserver sur certaines places à change déprécié, mais importantes et intimement liées économiquement avec la Grèce, une partie des disponibilités de la loi Γ Χ Μ Β suffisante pour empêcher tout arrêt éventuel du fonctionnement du système de cette loi (1). Une pareille

(1) Car les réserves de change constituées en monnaies dépréciées étant retirées, la Banque Nationale ne pourrait plus tirer conformément à la loi de 1910, des traites sur les pays dans lesquels ces réserves étaient déposées, dans le cas où les demandes de change sur eux dépasseraient l'offre correspondante. Leurs changes ne se règleraient donc plus sur le marché d'Athènes que d'après la loi de l'offre et de la demande, ce qui entraînerait le retour des fluctuations continuelles des changes sur ces pays et plus particulièrement la baisse de la drachme sur leurs places respectives.

Il est vrai que contre cette manière de voir, on peut avancer des arguments sérieux, que nous allons énumérer, bien qu'ils ne nous paraissent pas décisifs :

1° L'hypothèse d'un arrêt forcé du fonctionnement du système Γ Χ Μ Β, qui est présentée dans le texte comme le principal inconvénient du retrait complet des réserves de change dans un pays, n'aurait pu se présenter que dans le cas d'une balance défavorable vis-à-vis de lui. Or, il était à prévoir, et c'est ce qui s'est d'ailleurs produit, que la balance des paiements de la Grèce se maintiendrait favorable dans son ensemble, et que, par conséquent, les créances de cette dernière sur l'étranger auraient suffi pour satisfaire la demande de change sur le marché d'Athènes.

Il ne faut pourtant pas oublier qu'en ces moments de trouble toute prévision sûre était impossible et que, d'autre part, par suite des cloisons étanches que la guerre a établies entre les différents marchés monétaires, il ne suffisait pas, pour la Grèce, d'avoir une balance favorable dans son ensemble, il fallait encore

mesure qui ferait un tout avec la politique du maintien de l'application de ce système dans l'avenir, expliquée

---

que cette balance fût également favorable par rapport à chaque pays en particulier, chose presque impossible.

2° Même dans le cas d'une balance des comptes défavorable, la Banque Nationale avait toujours la ressource de ses propres disponibilités à l'étranger, constituées en dehors de la loi Γ X M B et, par conséquent, non tenues d'être transportées des places à change affecté. La Banque n'aurait, en cas de besoin, qu'à tirer des lettres de change sur ses disponibilités, pour satisfaire la demande et maintenir ainsi la fixité de la drachme.

Il est clair, néanmoins, qu'il serait illégal, voire impossible, après avoir imposé à la Banque un cours déterminé du franc, par exemple, de l'obliger en même temps à se dépouiller à ce cours de disponibilités constituées par ses propres moyens à un taux sensiblement supérieur. Aussi, la Banque aurait tout intérêt à laisser monter les cours du franc à Athènes au détriment de la fixité au pair de la drachme.

3° Enfin, et surtout, le fait que la Banque Nationale aurait retiré la totalité des disponibilités de la loi Γ X M B, des places dont le change se mettrait à baisser, ne l'empêchait point, dans le cas où elle aurait pu avoir des lettres de change à tirer sur une de ces places, dépassant le montant de celles achetées, de faire venir de nouveau sur cette place une partie des disponibilités de la loi Γ X M B, suffisante pour servir de provision au moment du paiement des lettres de change en question. Et, étant donné que le transfert de ces disponibilités se serait effectué à peu près au même cours du franc, par exemple, que la vente des traites sur Paris de la part de la Banque, cette dernière n'aurait à subir, en définitive, aucune perte du fait de la baisse plus ou moins accentuée du franc, comme de la livre sterling, etc...

L'argument est impressionnant. Seulement : *a*) cette politique n'était évidemment pas applicable, en cas de besoin éventuel de change sur les Empires centraux ; *b*) elle était basée sur l'hypothèse d'une liberté absolue de transfert de capitaux d'une place à l'autre ; or, tout faisait prévoir et cette prévision se trouva vite réalisée, l'institution dans presque tous les pays d'un contrôle sévère des changes, lequel aurait certainement gêné, sinon empêché, les mouvements de fonds que la Banque Nationale aurait

plus haut (1), serait basée sur les mêmes considérations d'opportunité et de nécessité (2) et sur l'esprit de la loi Γ X M B (3).

La deuxième alternative serait de retirer, conformément à la lettre de cette loi, la totalité de ses dépôts dans les pays à change déprécié (4) et d'encourir ainsi le danger de voir le système Γ X M B réduit à l'impossibilité de fonctionner pour le change de tel ou tel pays, en dépit de la décision de continuer l'application étendue de ce système, expliquée ci-dessus (5). Une pa-

---

p r avoir à effectuer; *c*) enfin, pour bien juger la situation, il faut se placer à l'époque qui nous intéresse ici, c'est-à-dire à un moment où la Banque Nationale ne pouvait savoir, ni l'étendue future de la baisse de tel ou tel change, ni la durée de la neutralité de tel ou tel pays, ni même l'orientation définitive de la politique de la Grèce, etc..,

(1) Voir pages 240 et suivantes.

(2) Il s'agit des considérations que nous avons déjà résumées pages 177-178.

(3) Car, en somme, si on veut bien approfondir l'esprit de la loi, on se convaincra facilement que le législateur n'avait point prévu la baisse simultanée de tant de changes à la fois au-dessous du pair, et qu'il serait, sans aucun doute, beaucoup plus large dans ses prescriptions, s'il avait pu prévoir l'éventualité que des monnaies ayant l'importance internationale du franc ou de la livre sterling, auraient pu cesser de représenter le pair.

(4) Cette attitude serait conforme à la manière de voir d'une des autorités les plus compétentes en la matière. Nous avons déjà eu l'occasion d'indiquer l'opinion de *M. Coromilas*, relativement à la question qui nous occupe. Voir page 117, note 2.

(5) On pourrait alléguer que même en retirant la totalité de ses disponibilités de telle ou telle place, la Banque Nationale serait toujours en mesure de fournir les instruments de paiement demandés pour les versements à faire sur cette dernière, en se ser-

reille éventualité entraînerait la privation partielle de tous les avantages du mécanisme de l'article 8, et principalement la baisse de la drachme sur le marché du pays en question.

---

vant du mécanisme des réglements internationaux par l'intermédiaire d'une troisième place (voir pages 118-119).

Il ne faut pas oublier néanmoins que cette troisième place devait, normalement, être Londres. Or : *a*) il n'était pas du tout certain que la conservation des dépôts de change de la loi Γ X M B dans cette place serait en conformité avec l'article 8, la livre sterling ne pouvant plus être considérée comme représentant le pair absolu ; *b*) l'intermédiaire du marché de Londres ne pouvait point servir pour les paiements à faire sur les pays appartenant au groupe adverse ; c) enfin, le fonctionnement du marché anglais, comme marché monétaire mondial, avait été sérieusement affecté par suite de la déclaration de la guerre.

En temps de paix, il aurait suffi à la Banque Nationale, au lieu d'avoir des disponibilités sur toutes les places importantes, de concentrer ses dépôts à Londres et de se servir des conditions particulières de ce marché pour effectuer par son intermédiaire ses paiements internationaux (malgré les inconvénients constatés à la page 159, note 3). Mais depuis la guerre, le marché monétaire anglais, non seulement ne pouvait plus servir de chambre de compensation pour toutes les parties du monde, mais aussi deux moratoria successifs au profit des maisons d'acceptation et des banques de crédit, avaient complètement ébranlé sa situation pendant le premier mois des hostilités.

Cependant, si le marché de Londres ne pouvait plus jouer, d'une façon aussi commode et aussi étendue qu'auparavant, son rôle de chambre de compensation des paiements internationaux, il y en avait un autre, celui de New-York, qui tendait manifestement à se substituer, ou du moins à rivaliser avec celui de Londres, comme marché monétaire mondial. Dans ces conditions, pourquoi ne pas transporter la totalité des réserves de change de la loi Γ X M B sur ce marché, et ne pas effectuer, par son intermédiaire, le règlement de tous les échanges entre la Grèce et l'étranger ? Une pareille politique devrait paraître d'autant plus indiquée, que la remboursabilité en or du dollar et sa

En présence de cette situation, la Banque Nationale a préféré suivre la première de ces deux politiques, ce dont, en principe, il ne nous semble pas qu'elle doive être blâmée. Voici quelle a été sa ligne de conduite :

Déjà pendant le deuxième semestre de 1914, dès qu'elle eut constaté les modifications survenues dans les régimes

---

fixité au pair, présentaient toutes les conditions exigées par l'article 8, relativement aux monnaies dans lesquelles ses réserves de change doivent consister.

Cette constatation est exacte, et, de fait, la politique de la Banque Nationale a été basée en grande partie, sur ces considérations. Il faut pourtant avouer que :

1° Un retrait général de toutes les disponibilités de change se trouvant sur les autres places ne serait pas sans inconvénient, à un moment où le mécanisme habituel des règlements internationaux était sensiblement affecté par la guerre et où il n'était pas sûr du tout que tous les créanciers accepteraient d'être réglés par New-York.

2° S'il est certain que le marché de Londres a été éprouvé relativement par suite de la guerre, cela ne signifiait pas du tout qu'il cesserait complètement, dès lors, de jouer son rôle de marché monétaire international. Les faits n'ont point démenti cette manière de voir. Le prestige et l'habitude acquise, ainsi que les mesures qui ont été prises en Angleterre, assuraient toujours à Londres une prépondérance manifeste, Enfin, même en admettant qu'on eût pu, dès ce moment, régler toutes les transactions internationales par New-York, on ne pouvait pas admettre qu'on suivit le même procédé pour le règlement des échanges directs avec la France et l'Angleterre.

3° Et en admettant que la Banque Nationale pouvait laisser exceptionnellement ses réserves de change en Angleterre, d'autant plus que ce pays se trouvait officiellement au cours légal, était-il encore facile de se servir de l'intermédiaire d'une troisième place, pour les paiements à faire à des Puissances comme la France, qui était liée avec la Grèce par des relations économiques si importantes ? Etant donné que les échanges entre

monétaires de tant de pays (1), provoquées par la déclaration de la guerre et signalées plus haut (2), et avant même que ces modifications aient eu le temps d'influencer les changes respectifs de ces pays, la Banque Nationale, en prévoyant la baisse des monnaies comme le mark, la couronne et même le franc, a transformé en dollars une certaine partie des dépôts de la loi Γ X M B constitués en ces monnaies.

Au commencement de 1915 une fois que ces monnaies eurent effectivement cessé de représenter le pair, le change sur l'étranger haussant de plus en plus chez les belligérants, la Banque Nationale n'a pas complètement retiré les réserves de change se trouvant chez eux. Seulement, elle a de nouveau sensiblement réduits les dépôts de change de la loi Γ X M B en France et presque complètement repris ceux se trouvant en Allemagne, pour les transformer en dollars, par des virements successifs sur les Etats-Unis (3), pays qui étant encore en dehors

---

ces deux pays étaient presque toujours réglés jusqu'ici, directement en francs et en drachmes, on peut se demander s'il était facile à la Banque Nationale de rompre avec une longue habitude du marché et de régler par New-York toutes les transactions monétaires avec la France.

(1) Parmi lesquels il y avait des dépositaires de réserves de change très importantes de la loi Γ X M B, par exemple la France, qui proclama le cours forcé le 5 août 1914, et en second lieu l'Allemagne, qui prit cette même mesure un jour auparavant.

(2) Voir page 212.

(3) Parmi les raisons qui ont poussé la Banque Nationale à ne pas retirer la totalité des dépôts de la loi Γ X M B en France, il faut noter, en dehors de l'importance des relations économiques entre elle et la Grèce, la conviction générale dans une victoire ra-

de la lutte, maintenait à cette époque, non seulement en droit, mais aussi en fait, la remboursabilité de ses billets et la libre exportation de l'or (1).

Telle fut l'attitude de la Banque Nationale. En considération des circonstances, nous ne croyons pas qu'il faille la juger trop sévèrement (2).

S'il est certain que cette attitude peut être envisagée comme constituant une certaine dérogation à la stricte observance des dispositions de la loi de 1910; s'il est certain aussi, du moins conformément à l'interprétation que nous donnons à cette loi, que dans ces conditions elle n'aurait pas dû l'adopter sans une autorisation for-

---

pide des Alliés et, par là, la confiance dans le retour prochain du franc au pair. Car en somme, la Banque Nationale pouvait-elle prévoir dès 1914 ou 1915, les pertes qu'elle a à subir aujourd'hui par suite d'une baisse du franc tout-à-fait extraordinaire, laquelle, si elle paraît maintenant justifiée, était alors difficilement présumable, même par les économistes les plus avisés.

(1) Il résulte de ces lignes que la Banque Nationale n'a point retiré ses réserves de change en Angleterre, si elle l'a fait, ce ne fut qu'accidentellement. Cette manière d'agir s'explique facilement, car : *a*) L'Angleterre n'ayant jamais proclamé le cours forcé, la Banque ne pouvait raisonnablement pas prévoir la baisse continue de la livre sterling, que l'interdiction d'exportation de l'or et le contrôle du marché des changes, imposés par la prolongation de la guerre, ont entraînée ; *b*) Le retrait de toutes réserves de change du marché de Londres, lequel constituait jusqu'ici l'unique chambre de compensation des transactions monétaires mondiales, était une chose à laquelle la Banque ne pouvait pas songer ; *c*) La confiance en la fixité de la livre sterling était alors basée sur une conviction universelle.

(2) Nous ne pouvons pas savoir quels sont les arguments que la Banque Nationale avance, pour justifier son attitude, mais ils ne doivent pas différer beaucoup de ceux que nous venons de relater.

melle du législateur, modifiant les stipulations relatives de l'article 8 ; il n'est pas moins indiscutable, à notre avis, que les circonstances tout-à-fait exceptionnelles d'une baisse simultanée de la valeur des principales monnaies et d'une modification sensible dans le mécanisme du réglement des transactions internationales, devant lesquelles la Banque Nationale s'est trouvée, ne pouvaient que justifier une politique qui présentait des avantages multiples et sérieux, et que son application et les circonstances qui suivirent, ont démontrée comme opportune et salutaire. Les considérations ci-après vont le confirmer.

### § 5. — *Les avantages du maintien en application du régime de la loi* Γ X M B.

Toute la politique de la Banque Nationale, que nous venons d'analyser et qui lui a été imposée par la perturbation des systèmes et des marchés monétaires, ainsi que des changes mondiaux, a eu, en somme, un but unique : conserver le système de la loi Γ X M B comme régulateur de la circulation fiduciaire et du change du pays. Pour y parvenir, elle employa deux procédés essentiels : poursuivre les opérations d'émission et de change du système ci-dessus, en fixant dorénavant les cours de la drachme sur la base de la parité du dollar ; et mettre à l'abri une grande partie des disponibilités de ce système, en les transformant en dollars, tout en laissant sur les autres places une réserve de change suffisante pour assurer le fonctionnement ininterrompu du système.

Si dans la mise en œuvre de cette politique, la Banque

Nationale a fait preuve d'un certain laisser aller vis-à-vis des lois du pays, et le Gouvernement d'une négligence manifeste à contrôler les actes de la Banque, cela constitue une question à part, au sujet de laquelle ils peuvent, d'ailleurs, invoquer une interprétation de l'article 8, susceptible de faire apparaître leur attitude comme compatible avec la législation en vigueur.

Cependant au point de vue de ses résultats pratiques, cette polilique a été couronnée d'un succès éclatant. La Banque Nationale a compris que s'il y avait un système monétaire et de change capable de surmonter le bouleversement général des conditions et des relations économiques et monétaires mondiales et de s'adapter facilement à la nouvelle situation, ce système n'était autre que celui de la loi Γ X M B (1) ; d'autant plus qu'ayant été déjà éprouvé en Grèce pendant quatre années consécutives avec la plus complète réussite, il possédait une garantie d'application facile et conforme aux conditions du marché, et une réserve de change capable d'éloigner tout danger pouvant résulter d'une balance des comptes défavorable. Aussi a-t-elle adopté une ligne de conduite qui, si elle comportait certaines modifications, secondaires en somme, dans le régime monétaire du pays et sensiblement moins importantes que les changements survenus dans celui d'autres pays par suite de la guerre, elle est arrivée à conserver à la Grèce le mécanisme du système de la loi Γ X M B, avec toutes les conséquences favorables pour le change et la circu-

(1) Quand il s'agira de comparer ce système avec les autres régimes monétaires, nous aurons la faculté de prouver qu'aucun autre n'aurait pu résister, avec si peu de modifications, à la tourmente économique déchaînée par la guerre.

lation qu'il est capable d'assurer. Ces conséquences apparaîtront au fur et à mesure que nous avancerons dans cette étude. Nous ne faisons ici que les résumer :

Le système de circulation fiduciaire a gardé toute son élasticité et a pu satisfaire pendant la période triennale, objet de ce chapitre, les besoins d'instruments de circulation accrus par suite de la guerre, sans la moindre apparition d'une inflation et tout en dotant d'une couverture intégrale les nouveaux billets émis (1).

D'autre part, le change s'est invariablement maintenu, pendant cette période, à la parité du dollar, en éloignant ainsi toute variation accentuée dans le cours des devises étrangères sur le marché, et en assurant à la drachme une fixité de valeur absolue, vraiment admirable (2) et, pour certains, inexplicable (3).

En dehors de ces résultats fondamentaux, dont nous n'avons pas à rehausser l'importance, le maintien en application du système de la loi Γ Χ Μ Β, a eu également l'avantage de permettre au pays de continuer à profiter de tous les autres services d'ordre secondaire,

---

(1) En présence des nombreuses émissions de billets à cours forcé, constatées dans d'autres pays, la situation monétaire de la Grèce peut être considérée comme vraiment exceptionnelle.

(2) Au moment où la valuta nationale de tant de pays puissants baissait de plus en plus. De sorte qu'on a pu voir ce phénomène curieux : des monnaies, comme la livre sterling, qui jouissait toujours officiellement du cours légal, enregistrer une baisse en Grèce, pays se trouvant toujours en droit au régime du cours forcé.

(3) Surtout si on prend en considération les complications politiques que la Grèce a traversées à cette époque, lesquelles ont eu une grande répercussion sur toutes les phases de sa vie économique.

que le mécanisme ci-dessus est capable de rendre et que nous avons indiqués plus haut (1). Parmi ces services, il y en a un que nous ne pouvons nous dispenser de rappeler (2), puisque son importance a été mise plus franchement en lumière depuis la guerre européenne : Par le fait seul que la Banque Nationale était en quelque sorte, grâce à la loi de 1910, la Chambre de compensation des opérations de change du pays, et enregistrait régulièrement tout déficit ou excédent momentané de la balance des comptes, par une diminution ou un accroissement de ses dépôts à l'étranger, l'Etat était à chaque instant en mesure de suivre et de connaître l'état de la balance des comptes du pays, dans ces moments de fluctuations constantes des divers facteurs de cette balance (3). Ce n'est pas tout. La loi dont il s'agit devait rendre plus tard des services encore plus appréciables (4).

Pour le moment, après avoir indiqué ces avantages d'ordre général, lesquels apparaîtront plus clairement quand nous donnerons le tableau de la circulation fidu-

---

(1) Dans le chapitre troisième de la précédente partie.

(2) Voir aussi page 204.

(3) Indépendamment de la question de savoir quelle était la nature de ces facteurs. Il s'agit là d'un ordre différent de préoccupations dont nous réservons l'examen pour la partie suivante.

(4) Il s'agit du maintien de la fixité du change, depuis même l'entrée en guerre de la Grèce, en dépit de toute une série de nouveaux facteurs susceptibles d'amener des fluctuations très importantes aux cours des devises sur l'étranger, ainsi que de la facilité et de l'efficacité avec lesquelles le contrôle du marché des changes a pu être appliqué. Nous reviendrons dans la suite sur les conditions dans lesquelles la loi Γ X M B a pu rendre les services auxquels nous faisons allusion.

ciaire et du change de la Grèce des années 1915-1917, il faut faire ressortir quelques autres résultats tangibles pour le pays, qui ont découlé plus particulièrement de la politique de la Banque Nationale, qui consistait à fixer les cours de la drachme sur ceux du dollar et à assurer ainsi la parité entre ces deux monnaies, combinée avec le transfert aux Etats-Unis d'une grande partie des disponibilités de cette Banque à l'étranger.

La première conséquence manifeste (1) de cette politique a été de réduire considérablement les pertes que la Banque aura à subir, par suite de la baisse du change sur les différents pays belligérants (2).

Au sujet de ces pertes, il est indispensable de donner deux éclaircissements : *a*) La Banque Nationale n'aura à ressentir une perte quelconque que pour autant qu'il y aura, pendant la période de baisse de la valeur des monnaies des belligérants, un excédent des ventes sur les achats de lettres de change sur les pays en question (3). *b*) Et, en tout cas, cette perte ne sera réalisée

---

(1) Après les explications de la page 241.

(2) Inutile d'indiquer que ces pertes ont été complètement éliminées pour les dépôts transférés pendant les premiers mois de la guerre, et sensiblement réduites pour ceux convertis en dollars une fois le commencement de la baisse du change sur les belligérants constaté. Voir page 255.

(3) Voir page 176, note 1. Aussi, dans la pratique, si ce n'est qu'aujourd'hui seulement que ces pertes sont sensibles à la Banque, c'est que jusqu'à 1918, la balance des comptes de la Grèce lui a été favorable, comme nous le verrons plus loin. Par conséquent, pendant les premières années de la guerre, le change sur l'étranger vendu par la Banque Nationale, n'était généralement pas acheté à un cours supérieur. Empressons-nous d'ajouter qu'il ne faut pas prendre cette remarque tout-à-fait à la

qu'au moment où la Banque établira un équilibre réel dans le compte de la loi Γ X M B, en calculant à son actif les réserves de change à l'étranger à leur valeur effective (1) et en comblant la différence (2).

---

lettre, étant donné que la supériorité de l'offre sur la demande de change n'était naturellement pas assurée tous les jours et que, toutes les fois que cette balance se renversait, les changes suivant ordinairement une marche descendante, la Banque avait, selon toutes probabilités, à subir une perte.

(1) Si, par hypothèse, à ce moment, les changes des belligérants sont en train de revenir vers le pair, la perte sera naturellement moins importante, d'autant plus qu'elle sera partiellement compensée par le bénéfice qui en résultera, en ce qui concerne le change acheté à des cours plus bas dans le courant de la guerre. En vue d'éviter toute perte, la Banque Nationale sera probablement portée à attendre l'établissement naturel de l'équilibre du compte de la loi Γ X M B. par le retour des changes étrangers au pair. Mais une pareille attitude présuppose une balance plutôt favorable dans son ensemble et un retour prochain des changes étrangers vers le pair, ce qui n'est pas le cas pour le moment. Puis elle prolongerait la situation de couverture incomplète des billets émis pour le compte de la loi Γ X M B. Ces questions retiendront plus particulièrement notre attention quand nous aurons à étudier la situation actuelle du fonctionnement de la loi Γ X M B.

(2) De toute façon, il parait naturel que la Banque Nationale doive supporter seule aujourd'hui, les conséquences de sa politique et la perte qui en est résultée. Le fonctionnement de la loi Γ X M B, dont la continuation depuis 1915 a, d'ailleurs, été considérée par elle comme une conséquence naturelle des termes de la loi, lui a assuré jusqu'ici assez de profits, pour qu'elle puisse assumer aussi les pertes qui peuvent en découler.

Si nous avons tenu à signaler cette dernière obligation légale de la Banque Nationale, qui ressort de l'esprit de la loi Γ X M B, sur lequel cette Banque s'est basée pour poursuivre ses émissions, c'est qu'une opinion contraire a prévalu dernièrement à ce sujet. Evidemment, en ce qui concerne les pertes de la Banque résultant de son intervention pour la réalisation des avances

La politique de la Banque Nationale et le mouvement de fonds qui s'ensuivit, eurent encore d'autres conséquences favorables, que les considérations qui suivent vont mettre en relief : par suite du bouleversement général que la guerre a apporté dans les relations économiques entre les différents Etats, il y avait à prévoir que la Grèce, qui allait d'habitude chercher les objets d'importation dont elle a besoin en France, en Angleterre et en Allemagne, serait tôt ou tard obligée de s'adresser ailleurs pour ses achats, et plus particulièrement aux Etats-Unis, lesquels sont effectivement devenus le principal fournisseur des marchandises importées en Grèce depuis la guerre (1).

Dans ces conditions, le transfert d'une grande partie des dépôts de la loi Γ X M B aux Etats-Unis et, par conséquent, la constitution d'une réserve considérable de change dans un pays avec lequel la Grèce devait entrer en relations économiques très étroites, était de nature à prévenir toute difficulté ou perte que la Banque Nationale aurait pu éprouver pour le règlement des achats en Amérique, par suite de la baisse et des variations continuelles du change sur les pays qui constituaient jusqu'alors le centre de ses opérations de change. Car la Banque, ayant réparti en conséquence ses disponibilités à l'étranger (2), n'a pas été obligée plus tard de

---

consenties à l'Etat, la situation est tout autre. Nous reviendrons dans la suite sur cette question.

(1) Voir à ce sujet le tableau de la page 225, note 2.

(2) Attirons l'attention sur le fait qu'indépendamment de tout transfert de disponibilités de change en Amérique, la Grèce disposait déjà d'un facteur très important, qui rendait jusque-là sa balance des comptes avec les Etats-Unis, très favorable, et qui

transporter avec perte ses réserves de change en Europe, pour effectuer les paiements en dollars (1), ou bien de passer par l'intermédiaire de Londres pour les transactions avec les Etats-Unis (2). Aussi depuis 1915, les traites sont tirées en dollars et en drachmes (3) pour financer les opérations commerciales entre les Etats-Unis et la Grèce (4).

---

était, par conséquent, capable de contrebalancer, du moins en partie, la nouvelle nécessité d'envois de fonds considérables en Amérique, pour le règlement des achats dans ce pays. Il s'agit des remises des émigrés grecs, dont l'importance a déjà été signalée page 93, note 1, et qui est loin d'avoir diminué depuis, comme nous le constaterons plus bas.

(1) Ce qui aurait rendu effectives et irréparables les pertes aujourd'hui seulement hypothétiques, résultant de la baisse de la livre sterling, du franc ou du mark, dont nous avons parlé plus haut.

La remarque que nous faisons ici ne fait donc pas double emploi avec les considérations des pages 261-262.

(2) Ce qui aurait eu le même résultat que celui constaté dans la note précédente, puisqu'il aurait contribué à rendre défavorable la balance des comptes avec l'Angleterre et, par conséquent, à entraîner la vente obligatoire de change sur Londres à un taux inférieur à celui auquel il avait été acheté.

(3) D'autant plus que, en dehors de la Banque Nationale, les autres banques grecques se sont empressées depuis la guerre, d'entrer en relations directes avec les banques américaines, de façon à pouvoir tirer réciproquement des traites en dollars et en drachmes.

(4) Ce fait nouveau est, d'ailleurs, loin de se borner aux relations économiques entre ces deux pays. Effectivement, par suite de circonstances multiples, dues tant à la période d'avant-guerre (nouveau système de circulation fiduciaire, richesse croissante du pays, etc.), qu'aux effets de la guerre actuelle (prédominance commerciale et financière des Etats-Unis, déclin du change de la livre sterling, etc.), le dollar s'est substitué dans une très grande mesure à la livre sterling, comme unité des échanges internatio-

D'un autre côté, la réglementation des cours de la drachme sur la base de ceux du dollar, qui assurait une parité constante entre ces deux monnaies, comportait un avantage important pour le commerce grec, lequel n'avait pas à penser pour les commandes faites ou à faire à son nouveau et principal fournisseur, aux variations du change, circonstance qui ne pouvait que faciliter l'approvisionnement de la Grèce en marchandises et avoir une répercussion bienfaisante sur les prix.

§ 6. — *Les mesures prises en vue d'empêcher et de remédier à la thésaurisation et à l'exportation des monnaies métalliques.*

La politique de maintien du système de la loi Γ X M B, dont nous venons de parler, et qui écarta de la Grèce les dangers d'une situation nouvelle et difficile, n'était pas susceptible de parer à un autre phénomène, celui de la thésaurisation de l'or, qui se manifesta en Grèce, comme d'ailleurs dans tous les pays, dès la déclaration

---

naux (voir page 252, note 5). Les commerçants du monde entier trouvent maintenant beaucoup plus profitable de financer leurs opérations directement avec les Etats-Unis, ou indirectement avec les autres pays par l'intermédiaire de New-York. Ce qui fait que cette dernière place tend à remplacer ou, tout au moins, à égaler Londres dans son rôle de *Clearing-House* international.

Mais en ce qui concerne spécialement la Grèce, nous devons rappeler ici que, grâce au système de la loi Γ X M B, elle avait déjà depuis 1910, la faculté de régler ses opérations directement avec les Etats-Unis. Et la Banque Nationale, en renforçant depuis la guerre, ses dépôts dans ce pays, n'a fait que prévoir l'accroissement des demandes de lettres de change sur l'Amérique. Voir p. 159, note 3.

de la guerre, et qui tendait à se doubler d'un autre phénomène grave, celui de la sortie de l'or, surtout depuis la hausse disproportionnée des changes des principaux pays neutres (1). En effet, la difficulté qui existait toujours en Grèce pour trouver de l'or effectif (2), s'accrut de plus en plus depuis la guerre, le peu qui circulait sur le marché s'étant trouvé enfermé dans les coffres-forts des particuliers. Il s'ensuivit une prime de l'or assez marquée sur le marché grec, laquelle, à partir de 1915, a pris des proportions inquiétantes étant donné que, à la manie de thésaurisation, vint s'ajouter le fait que cet or pouvait servir avantageusement pour les paiements à effectuer dans certains pays neutres, dont le change commença à hausser rapidement sur le marché (3).

Il est vrai que les envois d'or à l'étranger étaient officiellement interdits. Car, de toutes les mesures prises au moment de la déclaration inattendue de la guerre, la seule qui ait été maintenue fut celle relative à l'interdiction de sortie de l'or (4), ce qui était tout-à-fait naturel en présence de la politique de conservation,

---

(1) Pour se rendre compte de l'importance de cette hausse sur le marché d'Athènes, il suffit de suivre la baisse qu'a subi le dollar pendant la guerre sur les différentes places neutres.

(2) Voir pages 119 et 172.

(3) Il ne s'agissait plus, pour les possesseurs d'or, comme dans le cas de sortie de capitaux sous forme de traites, d'un bénéfice escompté sur les cours probables des changes dans l'avenir, mais d'un bénéfice de change élevé et immédiatement réalisable, pour autant que la prime offerte pour l'acquisition de l'or à expédier, était inférieure à la hausse des devises sur les marchés neutres.

(4) Voir page 214.

concentration et appel de l'or, appliquée dès le début de la guerre, par tous les pays sans exception (1), Seulement, la stricte application de cette mesure, d'une part, n'était pas facilement contrôlable dans un pays présentant la configuration géographique de la Grèce et, d'autre part, elle ne constituait point un remède contre la thésaurisation, laquelle, en tendant à éparpiller l'or et à le cacher, le rendait incapable d'accomplir les différentes fonctions auxquelles il aurait pu être affecté, s'il eût été concentré dans une caisse centrale.

Donc, pour arriver à rendre effectivement inopérantes les deux tendances du marché dont il s'agit, il fallait tarir les sources mêmes auxquelles les particuliers auraient pu se procurer de l'or.

On pourrait alléguer : Etant donné la disparition complète des monnaies métalliques du marché et surtout le fait que la réserve métallique proprement dite de la Banque Nationale était protégée par le cours forcé, comment les particuliers auraient-ils pu trouver, malgré la prime offerte, de l'or dans le pays, et comment les réserves centrales d'or pouvaient-elles encourir un danger quelconque ?

C'est qu'il ne faut pas oublier que l'article 8 de la loi Γ X M B, avait constitué deux réservoirs dans lesquels on pouvait facilement puiser de l'or (2).

---

(1) Sans vouloir discuter encore la question de l'importance que peut avoir pour un pays la possession d'une forte réserve métallique en cas de guerre, bornons-nous à constater que sans la mesure ci-dessus, la Grèce n'aurait pas tardé à voir tout l'or accumulé méthodiquement par elle si difficilement et à tant de frais, fuir sans retour les frontières du Royaume.

(2) Sans parler du fait que la circulation des billets de la Banque de Crète se trouvait toujours de droit au régime du cours

*A*) Le premier, c'était l'or effectif que la Banque Nationale avait déjà acheté conformément à l'article 8, § *a*) et qu'elle était tenue, aux termes de ce même article, de revendre jusqu'à son épuisement, au pair, avec en plus un pour mille, prime qui avait d'ailleurs été abolie depuis le décret du 1er août 1911 (1). En présence des nouvelles conditions économiques et monétaires créées par la guerre, il n'était pas difficile de prévoir que le public ne tarderait pas à y recourir. Aussi la Banque Nationale a-t-elle fermé à temps le robinet de fuite d'or en question :

En se conformant à la tendance générale de concentration et de maintien dans une réserve centrale des monnaies d'or existant dans chaque Etat, la Banque Nationale a transporté la réserve en or effectif se trouvant au début de la guerre à l'actif de la loi ΓΧΜΒ, au compte de sa réserve métallique proprement dite, et l'a remplacée à l'actif du compte de la loi en question, par du change sur l'étranger (2).

---

légal. Seulement, il faut croire que cette Banque, à l'exemple d'autres instituts d'émission infiniment plus puissants, avait rendu pratiquement impossible le remboursement en or, autrement, on aurait vu ses billets jouir d'une prime importante sur ceux de la Banque Nationale et rentrer vite dans les caisses de la banque émettrice pour être échangés contre de l'or.

(1) Voir page 59.

(2) C'est la raison pour laquelle dans le tableau de la page 194, il ne figure point de l'or effectif à la fin de 1914, comme couverture des billets circulant pour le compte de la loi ΓΧΜΒ. Cette absence de la rubrique « or effectif en caisse » en vertu de la loi de 1910, sera constatée aussi dans les tableaux de la couverture de la circulation fiduciaire de la Grèce des années suivantes.

C'est aussi la raison pour laquelle la disposition de la loi 656

Cette mesuré, qui ne pouvait d'ailleurs avoir aucun inconvénient au point de vue des nécessités de la circulation intérieure (1) et du rétablissement de la balance des comptes (2), et qui maintenait invariable le montant total de l'encaisse métallique proprement dite de la Banque Nationale, peut être considérée comme la première modification certaine apportée par suite de la guerre au régime Γ X M B (3), tel qu'il a été introduit par la loi de 1910 (4).

---

du 20 février 1915, que nous avons déjà eu l'occasion d'indiquer (voir page 174, note 4), et d'après laquelle la Banque était tenue d'avoir dans ses caisses, en or, la dixième partie des capitaux qu'elle pouvait se procurer conformément à la loi du 19 mars 1910, n'a pas eu le temps de s'appliquer.

(1) Tout au contraire, étant donné que le public n'avait jamais voulu se servir jusqu'ici de métal pour les échanges intérieurs, malgré la faculté relative que lui laissaient les dispositions de l'article 8, il est clair que les demandes de remboursement en or des billets, en vertu de cette loi, n'auraient d'autre but que l'expédition de cet or à l'étranger, ou bien la thésaurisation. Par conséquent, il n'en résulterait qu'une diminution de la circulation totale du pays, par le retour dans les caisses de la Banque d'une partie des billets de la loi Γ X M B, sans qu'elle soit compensée par la mise en circulation de monnaies métalliques. L'inconvénient que présenterait une pareille éventualité apparaît quand on pense que le danger qui était à redouter pendant les premiers temps de la guerre, était beaucoup plus celui d'une insuffisance d'instruments de circulation, que celui d'une inflation. Voir pages 217 et suivantes.

(2) Puisque les réserves de change de la loi Γ X M B se chargeaient, comme auparavant, de ce rétablissement.

(3) Voir page 192, note 1.

(4) Il n'existe pas, à notre connaissance, de texte de loi portant un amendement relatif du texte de l'article 8 et autorisant par là, la Banque Nationale, à procéder légalement à la modification

*B*) Le deuxième réservoir d'or, institué par l'article 8, consistait dans les dépôts en or des différentes banques, car en vertu du § *b*) de cet article, le banques avaient commencé à partir de 1910, à recevoir des dépôts en or qui s'élevaient, au moment dont nous parlons, à des sommes assez importantes. Les déposants avaient naturellement tout intérêt à retirer ces dépôts pour profiter de la prime de l'or, chose qui aurait entraîné la sortie immédiate de ce métal des frontières du pays et, en tout cas, sa dissimulation dans les tiroirs des particuliers.

Pour parer à ce danger, le Gouvernement a émis un décret en date du 11-24 mai 1917, d'après lequel :

« L'application de la clause de l'article 8, § *b*) de la « loi Γ X M B, est suspendue jusqu'à la révocation de la « présente loi ; les engagements en or seront soldés, « d'après les dispositions de l'article 8, § *a*) de cette « même loi, c'est-à-dire au moyen de billets de banque « au pair.

« Les dispositions du présent paragraphe peuvent « être révoquées par décret royal, provoqué par le Mi- « nistre des Finances, et après décision du Conseil des « Ministres ».

La loi 987 du 20-2 novembre 1917, après avoir répété la disposition ci-dessus, l'a complétée par l'adjonction de l'article suivant :

---

des rubriques du compte de la loi Γ *X* M B, dont il s'agit. Mais dans le cas où la Banque Nationale aurait retiré la prérogative du public d'échanger ses billets contre de l'or jusqu'à concurrence des réserves constituées en vertu de la loi ci-dessus, soit de sa propre initiative ou bien en se basant sur le simple décret royal qui a interdit, au début de la guerre, l'exportation de l'or, il est évident qu'il s'agirait, une fois de plus, d'une dérogation aux dispositions de la loi de 1910, en faveur de laquelle on ne pourrait même pas invoquer, comme dans les cas examinés plus haut, une interprétation différente de l'article 8.

« Pendant la durée du sursis d'application de l'ar-
« ticle 8, § *b*), de la loi Γ X M B ci-dessus, il est interdit
« aux banques et aux établissements de banquiers fonc-
« tionnant en Grèce de disposer du numéraire se trou-
« vant dans leurs caisses sans autorisation préalable et
« écrite du Ministre des Finances.

« La différence au-dessus du pair, qui aurait pu ré-
« sulter de la disposition ci-dessus, constitue un revenu
« public qui sera fixé et perçu, suivant les règles qui
« seront établies par la décision du Ministre des Fi-
« nances » (1).

Grâce à ces dispositions, l'écoulement à l'étranger de l'or et sa thésaurisation ont pu être arrêtés presque complètement, ce qui, dans les conditions présentes de la vie économique internationale et d'après la conception du Gouvernement et de la Banque Nationale, serait nuisible à l'intérêt général du pays qui serait ainsi privé de la seule monnaie ayant cours international (2).

Pourtant, si les mesures dont nous venons de parler ont pu empêcher, jusqu'à un certain point, l'émigration des monnaies d'or et apporter une entrave à la manie de thésaurisation de ces dernières, il n'en fut pas de même pour les pièces d'argent de une et deux drachmes qui ne tardèrent pas à disparaître presque

---

(1) La loi 1414 du 7-20 mai 1918, vint plus tard préciser le sens des dispositions ci-dessus et imposer des pénalités très sévères à ceux qui enfreindraient la loi.

(2) D'ailleurs, le Gouvernement ne s'en est pas tenu là, et il a pris, dans le même but, certaines autres mesures d'ordre secondaire, que nous ne croyons pas nécessaire d'énumérer, étant donné qu'elles ont été identiques à celles prises par tous les pays belligérants ou neutres. Si nous avons tenu à mettre en relief les dispositions relatives aux engagements en or, c'est qu'elles ont apporté une modification provisoire à la loi du 19 mars 1910.

complètement de la circulation (1). Ce phénomène s'est même étendu jusqu'à la monnaie de billon (2), qui commença à devenir de plus en plus rare sur le marché.

Il en est résulté une pénurie de petite monnaie qui fut la cause de grandes difficultés dans les transactions quotidiennes. Elle fut aggravée par une insuffisance manifeste des billets de cinq drachmes, provoquée par la hausse des prix, par la suppression de la vente à crédit dans le petit commerce et par la nécessité d'une plus grande quantité de coupures divisionnaires pour les petits échanges, qui en a été la conséquence.

Pour remédier à cette situation, le Gouvernement a dû prendre successivement les deux mesures suivantes :

1° Il a élevé le maximum des coupures de 5 drachmes que la Banque Nationale avait le droit d'émettre (3), de 15 millions de drachmes (4). Ce maximum a été fixé

---

(1) Et cela, non seulement dans le but de thésauriser, mais aussi dans l'espoir de pouvoir envoyer cet argent en Suisse, seul pays de l'Union Latine qui, étant resté neutre, avait un change au-dessus du pair, sur le marché grec. Cet espoir pourrait paraître illusoire puisque, d'après la convention monétaire du 24-4 novembre 1908, la Grèce s'engageait à prohiber la sortie des monnaies divisionnaires grecques pendant toute la durée de l'Union Latine et que le Gouvernement suisse était tenu, de son côté, à ne pas recevoir dans ses caisses publiques les monnaies en question (voir page 34). Il y a cependant toujours moyen de tourner les lois, et l'on peut voir en ce moment en Suisse beaucoup de pièces d'argent grecques dans la circulation.

(2) Voir page 36, note 2.

(3) Fixé à 25 millions de drachmes, par la Convention de 1914.

(4) Par deux décrets royaux successifs : du 7 avril 1916 (augmentation de 10 millions de drachmes) et du 20 mai 1916 (augmentation de 5 millions de drachmes). Ces deux décrets ont été

plus tard, y compris les billets de 10 drachmes, à 14 0/0 du total de la circulation fiduciaire effective du pays (1);

2° Puis il a émis (2) des petites coupures de une et deux drachmes, circulant au nom et pour le compte de l'Etat (3), et entièrement couvertes par du change sur l'Angleterre (4). Il y a donc à ajouter, à partir de

---

émis conformément à la loi 713, du 26 mars 1916, qui autorisait le Gouvernement à élever, par voie de décrets, après décision du Conseil des Ministres, le maximum des billets de banque de 5 drachmes en circulation, pour le compte de la Banque Nationale, jusqu'à concurrence de 40 millions de drachmes, les limites posées par les lois et conventions en vigueur et relatives aux différentes catégories d'émissions de billets de cette Banque étant observées.

(1) En vertu de la loi 989, du 25 octobre 1917, d'après laquelle : « Le montant des billets de banque de 5 et 10 drachmes en circulation, est fixé, au maximum, à 14 0/0 de la totalité de la circulation des billets de banque en Grèce, c'est-à-dire ceux circulant, conformément aux lois en vigueur, pour le compte de l'Etat, de la Banque Nationale et de la loi ΓΧΜΒ... ».

(2) Conformément à la loi 991, du 25 octobre 1917.

(3) Ces petites coupures portent l'inscription : « Royaume de Grèce », et la Banque Nationale ne s'est aucunement mêlée de leur émission. Aussi, il ne faut pas confondre ces petites coupures avec celles qui circulaient en Grèce avant 1910, lesquelles avaient été émises par les banques d'émission pour le compte de l'Etat (voir pages 32 et suivantes). Notons cependant que, par mesure de rapidité et d'économie, la Banque a cédé à l'Etat ses vieilles coupures de une et deux drachmes qu'elle avait conservées, ce dernier s'étant contenté d'y apposer son timbre et de les remettre en circulation. Ces coupures usagées, qui formèrent au début une partie de la nouvelle catégorie de circulation, ont été depuis retirées de nouveau pour être remplacées par d'autres billets émis au nom de l'Etat.

(4) En passant, signalons que cette nouvelle circulation de

1918 (1), au total de la circulation fiduciaire de la Grèce, le montant de cette nouvelle émission de papier.

SECTION II

## Les effets heureux du système Γ X M B sur le change et la circulation fiduciaire, durant la période de neutralité de la Grèce.

§ 1. — *La situation favorable de la balance des comptes.*

Après les modifications provisoires qui ont été apportées au système de la loi Γ X M B, et que nous venons d'indiquer, son application, pendant la période 1915-1917, ne pouvait que se poursuivre avec la plus grande régularité, d'autant plus qu'un autre facteur qui entre en ligne de compte pour le bon fonctionnement du système grec, celui de la situation de la balance des comptes, a été, durant cette période, favorable à la Grèce.

Ce dernier fait apparaît, de prime abord, comme tout-à-fait naturel, puisque, s'il était certain que les différents chapitres de la balance économique du pays avec l'étranger ne pouvaient que subir certains changements par suite de l'état de guerre, il était logique

---

papier, vu sa couverture intégrale en disponibilités de l'Etat à l'étranger, ne constitue point un accroissement de la dette de l'Etat en billets de banque à cours forcé.

(1) Car ce n'est que depuis le commencement de cette année, que la mesure a été mise en application.

aussi que l'état de neutralité de la Grèce fit pencher en sa faveur sa balance des comptes dans son ensemble.

Une pareille appréciation de la situation ne serait pas conforme à la réalité. Car il ne faut pas croire que, par suite de sa neutralité, la Grèce n'avait encore senti que le contre-coup des difficultés économiques que la guerre a apportées. A plusieurs points de vue, cette situation était purement théorique, puisque : 1° depuis le mois d'octobre 1915, le territoire hellénique était le théâtre de vastes opérations militaires; 2° à partir du deuxième semestre de 1916, une grande partie de la Nation, n'obéissant plus aux ordres du Gouvernement d'Athènes, était de fait en guerre aux côtés des Alliés; 3° enfin ces derniers, dans le désir d'aider le reste de la Grèce à se libérer de l'autocratie qui avait oublié les traditions les plus chères et les intérêts les plus vitaux de la Nation, durent prendre contre le Gouvernement d'Athènes des mesures sévères, qui eurent une sérieuse répercussion sur la vie économique du pays.

Dans ces conditions, les facteurs qui assurèrent au commencement de la guerre une balance des comptes favorable à la Grèce (1), se sont peu à peu sérieusement modifiés, sans compromettre, toutefois, l'équilibre de cette balance.

Le déficit de la balance du commerce s'est maintenu pendant toute cette période à des chiffres notablement supérieurs à ceux d'avant-guerre, pour plusieurs raisons inhérentes aux conditions spéciales dans lesquelles se trouvait la Grèce à cette époque. Ce furent,

---

(1) Voir pages 224-229.

d'une part, l'augmentation des importations par suite de l'accroissement des besoins de consommation du pays (1), dont la population s'est trouvée accrue par le grand nombre de réfugiés grecs (2) et la présence des armées Alliées en Macédoine (3), et d'autre part, la diminution des exportations, certains ports d'exportation étant occupés par l'ennemi (4) et, plus tard, rendus inabordables par suite du blocus (5). Enfin, la hausse

(1) Pour assurer à la population la suffisance des importations, du moins en produits de première nécessité, le Gouvernement a fait voter les lois 528 du 27 décembre 1914 et 708 du 29 février 1916, qui chargeaient la Banque Nationale de l'achat à l'étranger et de la vente en Grèce, pour le compte du Gouvernement, de blé, de farine et d'autres céréales, ainsi que de souffre et de sulfate de cuivre (indispensables à la culture du raisin). Le prix de vente devait être celui de l'achat, augmenté des intérêts et des frais de la Banque. Le Gouvernement s'engageait à rembourser la Banque de toute perte qu'elle aurait pu subir par suite d'une baisse des prix ou d'une détérioration éventuelle des produits en question. Pour effectuer ces opérations, la Banque a employé, pendant la durée de la guerre, une grande partie de ses disponibilités.

(2) Qui sont venus par centaines de mille, chercher asile dans la Mère-Patrie, fuyant les massacres des Turcs en Asie-Mineure et les persécutions des Bulgares en Thrace.

(3) Qui entraînaient naturellement une plus grande consommation, indépendamment du fait que l'entretien de ces armées incombait principalement à l'intendance et que les biens consommés étaient achetés avec de l'argent importé de l'étranger.

(4) Tel que celui de Cavalla, par lequel, en temps normal, la plus grande quantité (et la meilleure qualité) des tabacs grecs est exportée. Ce port, depuis le 5 septembre 1916, était occupé par les Bulgares.

(5) Il ne faut pas voir ici une contradition avec ce que nous venons de dire au sujet des importations, puisque la zone du blocus ne comprenait pas la nouvelle Grèce, où les besoins de con-

des prix générale était pour beaucoup dans l'accroissement du déséquilibre (1) de la balance commerciale (2).

Si on passe cependant aux autres facteurs de la balance des comptes de la Grèce, on voit qu'ils ont agi en

---

sommation avaient augmentés, comme nous venons de le voir, mais seulement la partie de l'ancienne Grèce qui subissait toujours le régime de l'ex-roi et qui est précisément la plus riche en produits d'exportation. En voici la preuve :

| | Nouvelle Grèce | | Ancienne Grèce | |
|---|---|---|---|---|
| | 1915 | 1916 | 1915 | 1916 |
| | (en millions de drachmes) | | | |
| Importations. . . | 118,8 | 161,5 | 170,5 | 237,9 |
| Exportations. . . | 76,2 | 45,1 | 142,1 | 109,7 |

Nous ne donnons pas les chiffres de 1917, parce que c'est justement le commerce extérieur de cette année-là qui a été surtout affecté par le blocus, lequel, proclamé vers la fin de 1916, n'a été levé qu'en août 1917.

(1) Cette affirmation doit paraître paradoxale, puisque la hausse du prix de revient des marchandises importées est, tout au contraire, de nature à entraver les importations et à réduire, par là, le déficit de la balance commerciale. Précisons donc ici, pour expliquer la phrase du texte, que les produits du pays ayant subi une hausse analogue et les objets importés étant pour la plupart de première nécessité, la hausse du prix des importations, qui était, d'ailleurs, compensée jusqu'à un certain point par les cours du change, ne pouvait pas exercer une influence très grande sur leur montant. Dans ces conditions le déficit normal de la balance commerciale ne pouvait qu'apparaître plus élevé du moment que le prix de toutes les marchandises, importées ou exportées, avait haussé.

(2) Les chiffres ci-dessous, sur le commerce extérieur de la Grèce, pour les années 1915, 1916 et 1917, justifient les quelques réflexions qui précèdent :

sens contraire sur cette dernière (1). Tout d'abord, les profits en or de la Marine marchande, qui avaient déjà beaucoup augmenté à la fin de 1914 (2), se chiffraient, à partir de 1915, à des sommes de plus en plus considérables (3) ; à celles-ci commençaient à

---

| Années | Importation | Exportation | Commerce total | Déficit commercial |
|---|---|---|---|---|
| | (en millions de drachmes) | | | |
| 1915 | 289,3 | 218,3 | 507,7 | 71,0 |
| 1916 | 399,4 | 154,8 | 554,2 | 234,5 |
| 1917 | 204,3 | 109,8 | 314,1 | 94,5 |

La diminution du déficit commercial en 1915, relativement à celui de 1914, est due à la difficulté d'importer des produits des pays belligérants et au développement de la production de la nouvelle Grèce, pendant cette année de tranquillité relative. Par contre, l'énorme accroissement de ce déficit en 1916, doit être attribué à l'augmentation des besoins de consommation pour les raisons déjà exposées. Enfin, la nouvelle diminution de ce déficit en 1917, ainsi que celle du mouvement du commerce extérieur en général, sont manifestement le résultat du blocus. Voir pages 92, note 1 et 226 note 2. Relativement à la nature des produits échangés et aux pays de provenance et de destination, se référer aux tableaux des pages 225 note 2 et 226 note 2.

(1) Sans même faire entrer en ligne de compte les avances consenties par l'étranger à la Grèce dans la période 1915-1917, lesquelles, si elles furent à l'actif de la balance des comptes de la Grèce, ne furent point à celui de sa richesse nationale. Cette question sera étudiée à part.

(2) Voir page 229, note 2.

(3) A défaut d'autres renseignements exacts sur les bénéfices réalisés par la Marine marchande grecque pendant les trois premières années de guerre, nous nous contentons d'indiquer le dividende que certaines Sociétés de Navigation ont distribué à leurs actionnaires en 1916, en comparaison avec celui de 1914 :

s'ajouter celles représentant la valeur des navires torpillés par les sous-marins allemands (1). Ensuite, les frais d'entretien et autres dépenses d'une grande armée alliée à Salonique, faisaient rentrer chaque jour des sommes importantes de change dans le pays (2). Et si l'on ajoute à ces deux principaux facteurs, l'argent laissé dans les ports grecs par le passage continuel des navires de ravitaillement ou des navires de guerre, celui importé par les plus riches des émigrés, enfin les bénéfices de plusieurs autres entreprises ou emplois réalisés en monnaies étrangères, on voit que jusqu'au milieu de 1917, l'équilibre de la balance des comptes de la Grèce était plus qu'assuré (3).

---

| Sociétés | Dividende | |
|---|---|---|
| | 1914 | 1916 |
| Panhellénique . . . . . . . . | 10 drachmes | 165 drachmes |
| Nationale . . . . . . . . . . | 11 » | 78 » |
| Michalinos . . . . . . . . . . | 7 » | 65 » |

Ces chiffres sont empruntés à l'Annuaire du Ministère de l'Economie Nationale sur les Sociétés anonymes (1917).

(1) Les pertes de la Marine marchande se sont naturellement accrues depuis l'intervention officielle de la Grèce dans la guerre. Aussi leurs effets au point de vue économique, vont-ils nous préoccuper plus particulièrement dans la suite.

(2) La présence des troupes alliées en Macédoine a provoqué une grande nécessité de billets grecs à Salonique, dans le but d'acheter le change des Alliés sur Paris et Londres. Cet nécessité a été comblée tout naturellement par l'émission de la part de la Banque Nationale de nouveaux billets, en vertu de la loi de 1910, ce qui a entraîné simultanément, une augmentation correspondante des dépôts de change de cette Banque à l'étranger.

(3) Il est utile d'attirer l'attention sur le fait que pendant la

C'est ce qui va du reste apparaître dans le tableau de la circulation fiduciaire de la Grèce, des années 1915-1917, que nous allons donner dans les prochaines

---

durée du blocus, qui a été aussi bien commercial que financier, tout mouvement d'entrée et de sortie de capitaux entre l'ancienne Grèce et les pays alliés, avait été interrompue, ce qui ne pouvait manquer de tourner au désavantage de la balance des comptes de la Grèce. Heureusement, cette situation n'a pas été de longue durée et ses inconvénients se sont trouvés largement compensés par l'afflux en nouvelle Grèce de l'argent venant du dehors.

A propos du blocus financier, il serait intéressant de signaler un fait qui met en évidence un des côtés faibles du système de la loi de 1910 que nous avons déjà étudié pages 173-174, consistant dans le danger que peuvent courir les dépôts à l'étranger constitués conformément à cette loi, et dans l'inutilité pour le pays à laquelle ils sont voués dans des moments exceptionnels : Les Alliés ont proclamé l'embargo sur tous les fonds grecs à Paris et Londres, mesure qui comprenait naturellement les réserves de change de la loi Γ X M B, ainsi que les autres disponibilités de la Banque Nationale et des autres banques grecques. Cet acte a immédiatement arrêté toute opération de change entre l'ancienne Grèce et les pays de l'Entente et, par conséquent, provoqué un courant vers Salonique des billets de la Banque, dont nous parlons à la note précédente.

Ce courant a pu remédier, d'une façon toute relative d'ailleurs, à la crise monétaire qui s'était manifestée à Salonique depuis la concentration dans cette ville de contingents alliés si nombreux, de l'armée grecque, des fonctionnaires et de toutes les personnes qui adhérèrent au Gouvernement Provisoire de M. Vénisélos. Pour alimenter le marché en instruments de circulation, les alliés avaient décidé d'envoyer à Salonique des sommes élevées de billets de la Banque de France pour y être employés comme monnaie de papier à cours forcé. Cette mesure n'a pas eu le temps de s'appliquer largement, ayant été rendue inutile par suite du mouvement des billets de la Banque Nationale vers Salonique ; autrement elle aurait tourné au détriment des intérêts de la France, puisque ses billets, se trouvant en circulation à l'étranger, auraient pu être sujets, dans certaines circonstances, à une sérieuse dépréciation.

pages. Le considérable accroissement de la circulation pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β qui y sera constaté, est un signe indiscutable de la situation favorable de la balance des paiements de la Grèce pendant la période en question, étant donné que dans le système grec les mouvements de cette balance ont leur répercussion, non pas sur les cours du change, comme dans n'importe quel autre régime monétaire, mais sur le montant de la circulation effective (1).

D'ailleurs, parallèlement à cet accroissement de la circulation de la loi Γ Χ Μ Β, c'est-à-dire des réserves de change constituées en vertu de cette loi, il est caractéristique de constater l'augmentation dans des proportions inconnues jusqu'ici, pendant la neutralité de la Grèce, des disponibilités à l'étranger de la Banque Nationale pour son propre compte (2), ainsi que des autres banques grecques (3). Cette situation, qui ne s'était jamais produite depuis la mise en application de la loi Γ Χ Μ Β (4), fut le résultat de l'existence sur le marché

---

(1) Voir page 260.

(2) Le tableau suivant des disponibilités pour le compte de la Banque Nationale auprès des banques étrangères, à la fin de chaque année, en est la preuve :

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1913 | 72.212.365,52 | francs | (année normale) |
| 1914 | 19.433.016,62 | » | (perturbation du début de la guerre) |
| 1915 | 70 060.450,75 | » | (conséquence directe de l'excédent de la balance des comptes) |
| 1916 | 128.805.439,78 | » | |
| 1917 | 208.476.295,33 | » | |

(3) Inutile de rappeler que la loi du 19 mars 1910, n'instituait point un monopole de change.

(4) Les particuliers ayant tout intérêt à s'adresser à la Banque Nationale, c'est-à-dire à l'organisme de la loi Γ Χ Μ Β, pour l'achat et la vente de change, et les Banques s'empressant de

de moyens de paiement et de crédit suffisants, laquelle amenait les différentes banques à n'avoir aucune raison d'accroître leurs disponibilités en caisse, en recourant au système de la loi ci-dessus (1). Elle démontre la constitution, de la part du pays, depuis le début de la guerre, de disponibilités considérables à l'étranger, ce qui est une preuve tangible de l'état nettement favo-

---

transformer, par l'intermédiaire de cette loi, en disponibilités en caisse leurs moyens de change à l'étranger, toutes les fois qu'ils dépassaient le montant nécessaire à leurs opérations habituelles de change.

(1) Comme nous le verrons plus loin, l'afflux des dépôts à vue dans les différentes banques était tel, qu'il était plus que suffisant pour leur fournir l'argent nécessaire à leurs opérations. La réalisation, de la part de ces banques, de leurs disponibilités à l'étranger, qui grossissaient de jour en jour puisqu'elle achetaient beaucoup plus de change qu'elles n'en vendaient, n'aurait eu d'autre résultat que de les priver d'un intérêt appréciable versé par les banques étrangères, tandis qu'elles n'auraient jamais pu placer ces disponibilités sur le marché. Il est à noter que l'intérêt des dépôts à vue a sensiblement augmenté depuis la guerre à l'étranger, sinon en France, du moins dans les autres pays et surtout en Angleterre, où les banques, qui ne rémunéraient presque pas avant la guerre les fonds déposés chez elles, se sont mises à fournir un intérêt appréciable, qui semble monter de plus en plus.

C'est pour la même raison que la Banque Nationale préférait acheter le change offert au moyen de billets provenant des dépôts chez elle (qui étaient beaucoup plus importants que ceux de n'importe quelle autre banque), que de se servir du système Γ X M B pour émettre de nouveaux billets, puisque le résultat pour elle serait le même, étant donné qu'elle n'avait déjà que faire de ses propres disponibilités en billets. Il s'agit là d'un exemple manifeste de l'avantage d'élasticité que comporte le régime fiduciaire de la Grèce, c'est-à-dire le système de la loi Γ X M B combiné avec le privilège normal d'émission des banques. Voir pages 135 et suivantes.

rable de la balance des comptes de la Grèce pendant toute la durée de sa neutralité.

### § 2. — *La fixité du change et l'accroissement de la circulation fiduciaire.*

Après avoir essayé d'analyser les principaux traits de la politique suivie en Grèce pendant sa neutralité, relativement au change et à la circulation fiduciaire, et d'indiquer sommairement sa situation économique et celle de sa balance des comptes, il nous faut maintenant voir quelles ont été, dans la pratique, par suite de cette politique et de cette situation, les variations du change et de la circulation pendant la période envisagée.

Commençons par les cours des changes :

*Cours des Changes*

| Années | Plus haut | Plus bas | Différence | Moyenne de l'année |
|---|---|---|---|---|
| | | *Sur Paris* | | |
| 1915 | 100,25 | 87,37 | 12,88 | 94,72 |
| 1916 | 88,52 | 87,70 | 0,82 | 88,17 |
| 1917 | 90,27 | 89,88 | 0,39 | 90,12 |
| | | *Sur Londres* | | |
| 1915 | 25,60 | 24,32 | 1,28 | 25,13 |
| 1916 | 24,95 | 24,55 | 0,40 | 24,27 |
| 1917 | 24,97 | 24,50 | 0,47 | 24,67 (1) |

(1) Nous reproduisons à la fois les changes sur Paris et sur Londres, étant donné qu'à partir de 1915, le change sur Paris ne

Ce tableau prouve, d'une manière incontestable, le succès de la politique de change suivie par la Grèce. Grâce à elle, le système de la loi Γ X M B a pu poursuivre son fonctionnement dans sa presque intégralité, et exercer ainsi son action salutaire sur le change de la Grèce, en dépit de la guerre et de ses conséquences. Sa valeur n'en est sortie que plus affermie. Le dit tableau démontre clairement, en effet : la stabilité de la drachme, le peu d'étendue des variations de change sur le marché d'Athènes (1), enfin le maintien

---

peut plus indiquer l'écart existant entre la drachme-papier et le pair (c'est-à-dire le franc ou la drachme-or) et qu'il importe de relever la plus ou moins grande perte que ces changes ont subie sur le marché grec. Quant aux cours du change sur New-York, il serait sans aucun intérêt de les noter puisque, la Banque Nationale réglant tous les changes sur la base de la parité du dollar, le cours de ce dernier en Grèce s'est constamment maintenu à 5.1963 drachmes. C'est d'ailleurs pour cette raison que nous croyons inutile de reproduire les cours du change sur les autres pays, puisqu'ils sont analogues à ceux du marché de New-York.

Les tableaux compris dans le texte sont établis sur la base de la Cote Officielle de la Bourse d'Athènes. Donnons cependant, à titre de comparaison, comme nous l'avons déjà fait à la page 202 note 3, les cours du change sur Paris d'après la Cote de la Banque Nationale.

| Années | Plus haut | Plus bas | Différence | Moyenne de l'année |
|---|---|---|---|---|
| 1915 | 100,25 | 87,37 | 12,88 | 94,72 |
| 1916 | 88,53 | 87,95 | 0,57 | 88,16 |
| 1917 | 90,27 | 89,88 | 0,39 | 90,12 |

(1) La grande différence entre le cours le plus haut et le cours le plus bas du franc pendant l'année 1915, est tout simplement le résultat de la baisse accentuée de cette monnaie dans le couran

de la baisse des changes des belligérants sur ce marché à un niveau relativement raisonnable, en comparaison avec la baisse constatée sur d'autres places (1).

Inutile d'insister davantage sur les répercussions caractéristiques du système Γ X M B sur le change, qui sont analogues à celles constatées plus haut (2).

Voici maintenant un tableau de la circulation fiduciaire de la Grèce pendant la même période, lequel doit attirer plus particulièrement notre attention :

---

de l'année en question, constatée à la page 235. La même remarque s'applique également, quoique dans une mesure moindre, à la livre sterling.

(1) Rappelons qu'à Genève, pendant cette même période, le franc français allait jusqu'à perdre 23 0/0 de sa valeur, et la livre sterling 16 0/0. Notons aussi pour mémoire, qu'au commencement de 1918, la livre sterling était descendue en Espagne à 11 francs, tandis qu'en Suède elle ne cotait, vers la fin de 1917, que 5 francs.

(2) Voir pages 202-206.

CIRCULATION

| Années au 31 décembre | Banque Nationale | | | Banque Ionienne | Banque de Crète | Total de la circulation (1) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pour le compte de l'Etat | Pour le compte de la Banque | Pour le compte de la loi de 1910 | Pour le compte de la Banque | Pour le compte de la Banque | |
| 1915 | 58.951.915 | 136.446.397 (2) | 183.513.100 | 6.381.178 | 8.503.350 | 393.795.940 |
| 1916 | 56.951.915 | 137.436.548 | 360.000.000 | 5.318.397 | 8.853.400 | 568.560.260 |
| 1917 | 54.951.915 | 114.370.359 | 690.000.000 | 5.840.375 | 9.000.000 | 874.162.649 (3) |

(1) Il convient de ne pas oublier qu'il y a toujours à déduire de ce total, pour avoir la circulation fiduciaire effective, la somme des billets de chacune de ces trois banques, se trouvant au 31 décembre dans les caisses des deux autres banques d'émission.

(2) Nous avons déjà indiqué plus haut (voir pages 29-30) que le maximum d'émission de billets pour le compte de la Banque Nationale, était de 66 millions de drachmes. Et comme on a pu le constater à propos du tableau de la page 193, le montant de la circulation effective de ces billets était de beaucoup inférieur à ce maximum, depuis la promulgation de la loi de 1910 (voir page 200). La notable augmentation du montant de la circulation dont il s'agit, à partir de 1915, qui lui a permis non seulement d'atteindre, mais de dépasser du double le maximum ci-dessus, s'explique par ce que le Gouvernement Grec, à l'occasion de l'extension des territoires du Royaume, a passé une nouvelle convention avec la Banque Nationale de Grèce, en date du 6 décembre 1914, en vertu de laquelle les privilèges de cette dernière étaient étendus aux nouveaux territoires et le maximum d'émission de billets pour le compte de la Banque était élevé de 80 nouveaux millions de drachmes, c'est-à-dire à 146 millions. Cette convention a été ratifiée par la loi 656, du 20 février 1915.

(3) En principe, pour avoir le montant de la totalité de la circulation du pays, il faut ajouter au chiffre de la circulation de papier, les 14 millions de drachmes de monnaie divisionnaire d'argent, ainsi qu'une assez forte quantité de monnaie de billon. Mais, comme nous avons pu le voir pages 271-272, ces monnaies et principalement celles en argent, avaient, de fait, presque complètement disparu de la circulation.

Cette circulation était couverte comme suit :

## COUVERTURE

| Années au 31 décembre | Banque Nationale | | | | | Banque de Crète |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Couverture métallique en caisse | | | Disponibilités à l'étranger | | |
| | Or | Argent et Cuivre | Or en vertu de la loi de 1915 (1) | Obligations des emprunts nationaux en or, en vertu de la loi de 1915 (1) | Dépôts et Crédits pour le compte de la loi de 1910 | Or dans les caisses de la Banque ou déposé à la Banque Nationale et dépôts à l'étranger |
| 1915 | 46.680.417 | 1.493.466 | 10.000.000 | 10 000.000 | 183.513.100 | 8.503.350 |
| 1916 | 48 954.476 | 1.357.804 | 10.000.000 | 10.000.000 | 360.000.000 | 8.853.400 |
| 1917 | 51.696.101 | 1.282.011 | 10.000.000 | 10.000.000 | 690.000.000 | 9.000.000 |

(1) La loi 656, du 20 février 1915, déjà citée, oblige la Banque Nationale d'avoir comme couverture de la circulation additionnelle de 80 millions de drachmes : « ... pour un huitième des obligations des emprunts nationaux en or, et pour un autre huitième, de l'or, soit dans les caisses de la Banque, en tout ou en partie, soit à l'étranger dans les banques, en tout ou en partie ». C'est la raison d'être des deux nouvelles rubriques du tableau ci-dessus. Cela n'empêche d'ailleurs pas la Banque Nationale de posséder constamment à l'étranger et en dehors de ces 10 millions, des obligations d'emprunts nationaux en or, pour une somme atteignant presque 100 millions de francs, et servant dans une certaine proportion, de contre-partie à ses dépôts à vue.

La Commission Financière Internationale, à laquelle le projet de la loi ci-dessus a été communiqué, a trouvé que cette couverture de 20 millions or, soit dans les caisses de la Banque, soit à l'étranger, n'était pas conforme à la disposition du dernier alinéa de l'article 30 de la loi du Contrôle du 26 février 1898 (voir pages 26-27), d'après laquelle toute nouvelle émission qui aurait lieu pour les besoins du commerce, devrait rester dans la limite des statuts de la Banque Nationale. Tout en reconnaissant exact le point de vue de la Commission, le Ministre des Finances a fait très justement observer que : « ... Dans les circonstances actuelles, la Banque Nationale n'est pas à même de se procurer de l'or effectif pour le remboursement éventuel de ses billets, et si la Banque disposait de son encaisse métallique à cet effet, celle-ci s'épuiserait rapidement par suite de la demande intense qui s'en fait, et malgré la prohibition en vigueur, l'or s'écoulerait à l'étranger sans qu'il soit possible de le retenir dans les frontières du Royaume... ». Enfin, le Ministre promettait que, aussitôt que les circonstances redeviendront normales, la Banque Nationale procéderait à la constitution de la couverture de la nouvelle circulation fiduciaire dans les limites prévues par ses statuts. La Commission Financière Internationale, se rendant aux arguments ci-dessus, a enfin donné son assentiment au projet qui devint ainsi la loi du 20 février 1915. Voir le volume publié en 1916 par la Commission Financière Internationale : « Dette publique de la Grèce, historique, lois, décrets, protocoles, réglements, etc... ».

En vertu de l'article 5, § *a*) de cette même convention (6 décembre 1914), ratifiée par la loi 656 du 20 février 1915 : Le fisc participe, à partir du 1er janvier 1915, dans une proportion de 25 $^0/_0$ aux bénéfices de la Banque, résultant de la circulation productive des billets de banque circulant pour son compte. Il ne faut pas confondre cette participation de l'Etat aux bénéfices de la Banque, avec celle prévue par le § *b*) de ce même article, et dont nous avons parlé à la page 189, note 3. D'ailleurs, lors du renouvellement du privilège de la Banque Nationale en 1880, l'Etat s'était déjà réservé une participation dans les bénéfices, laquelle fut rachetée par la Banque en 1892, pour la période expirant le 31 décembre 1916.

### § 3. — *Les causes de l'accroissement de la circulation, d'ailleurs presque entièrement couverte.*

La constatation la plus frappante qui ressort de l'étude des tableaux ci-dessus, c'est l'accroissement rapide et ininterrompu de la circulation fiduciaire de la Grèce. Tandis que cette circulation ne dépassait pas, à la fin de 1914, 265 millions de drachmes (1), elle montait trois ans plus tard à 874 millions.

Afin de pouvoir mieux apprécier plus tard si cette ascension disproportionnée de la circulation constitue un mal et un danger pour l'économie du pays en général, il nous semble nécessaire d'étudier une à une les diverses rubriques de cette circulation.

Tout d'abord, en ce qui concerne la circulation à cours forcé pour le compte de l'Etat, au lieu d'une augmentation, on constate une diminution régulière de 6 millions de 1915 à 1917 (2). L'intérêt que peut avoir une diminution dans cette rubrique n'a pas besoin d'être souligné.

On peut faire une constatation analogue pour la circulation de la Banque Ionienne (3). Quant à l'accroisse-

---

(1) Voir tableau de la page 193.

(2) Les raisons de cette diminution régulière de 2 millions par an, sont déjà connues. Voir pages 26-27.

(3) Dont le rétrécissement progressif, doit être attribué : *a*) à la politique imposée à cette banque d'émission, par la perspective du retrait prochain de son privilège ; *b*) au chiffre toujours croissant des dépôts des particuliers chez elle (pour des raisons que nous expliquerons plus loin), lesquels sont plus que suffisants pour lui fournir les disponibilités nécessaires à ses opérations de crédit.

ment, peu caractérisé d'ailleurs, de la circulation de la Banque de Crète, il est tout-à-fait naturel, vu les besoins accrus du marché crétois (1) en moyens de paiements et de crédit (2), et cette circulation se trouve couverte entièrement par de l'or ou des dépôts à l'étranger.

Passons maintenant à la Banque Nationale. Le développement de la circulation pour son propre compte (3), est dû, comme nous l'avons déjà indiqué, à l'extension de ses privilèges sur les nouveaux territoires, et à l'élévation du maximum des émissions envisagées, de 60 à 146 millions, qui en est résultée. Cette élévation n'a rien d'exagéré étant donné que la population des provinces alors libérées, ainsi que leur commerce, sont à peu près égaux à ceux de l'ancien Royaume (4).

Cependant, on aurait pu faire remarquer que, tandis que de 1910 à 1914, la circulation dont il s'agit a toujours été de beaucoup inférieure au maximum d'alors (5),

(1) Les billets de cette banque ne circulant qu'à l'intérieur de l'Ile.

(2) Les dépôts de cette Banque ne se sont pas beaucoup accrus pendant la période que nous étudions ici.

(3) En 1914, elle ne s'élevait qu'à 37.741.934 drachmes.

(4) Ce sont ces mêmes raisons qui sont à la base de l'exposé des motifs de la loi 656, du 20 février 1915, déjà citée, qui a autorisé l'émission additionnelle en question. La Commission Financière Internationale, à laquelle le projet ci-dessus a été communiqué par le Ministre des Finances, après avoir commencé par contester les raisons qui imposaient cette augmentation de la circulation jusqu'au maximum de 146 millions, a dû reconnaître, à la suite des explications et des statistiques fournies par le Ministre, que cette émission additionnelle était complètement justifiée. Voir le volume publié par la Commission Financière Internationale et cité ci-dessus.

(5) Voir tableau page 193 et pages 141-142 et 200.

pendant les années 1915 et 1916, elle s'est maintenue à un niveau se rapprochant sensiblement du nouveau maximum. Mais cette circonstance était prévue par tous ceux qui connaissent la force de production des nouvelles provinces et qui affirmaient l'essor de leur activité commerciale par suite de leur libération. On peut donc dire que cette augmentation aurait eu lieu de toute façon (peut-être dans une mesure moindre) du fait seul du besoin de moyens de paiements et de crédit du marché et indépendamment de l'état de guerre. Cette dernière situation n'a fait que rendre plus pressante encore la nécessité d'accroissement de la circulation, par suite de l'augmentation sensible tant de la richesse nationale de la Grèce (1), que de sa population mobile (2), pendant la période de sa neutralité.

Dans ces conditions, comment faut-il expliquer la réduction de la circulation pour le compte de la Banque Nationale, dans le courant de 1917 ? — Il est probable qu'elle fut le résultat de la diminution des demandes de crédit auprès de la Banque, provoquée par la stagnation des affaires à cause du blocus (3), et surtout par le fort développement durant l'année en question, des émissions pour le compte de la loi Γ X M B (4).

Effectivement, la circulation pour le compte de cette

---

(1) Il s'agit là d'un fait incontestable, sur les causes et les effets duquel nous nous expliquerons ultérieurement.

(2) Voir page 276, note 2, et page 279, notes 2 et 3.

(3) Voir page 277, note 2 et pages 279, note 3.

(4) Nous n'avons pas à insister encore une fois sur l'influence que ces deux circulations exercent respectivement l'une sur l'autre. Ce phénomène a été analysé dans les pages 139-142 et constaté dans la pratique de 1910 à 1914. Voir page 200.

dernière loi, qui a régulièrement doublé d'année en année depuis 1915, est arrivée à la fin de 1917, à représenter à elle seule, les 4/5 de la totalité de la circulation fiduciaire du pays. Cet accroissement et celui correspondant des réserves de change à l'étranger, ne représentent autre chose qu'une partie (1) de l'excédent que la balance des comptes de la Grèce a laissé en sa faveur, pendant ce laps de temps.

Cela représente-t-il, comme dans la période précédente (2), l'augmentation d'une somme égale de la richesse nationale ? — Il s'en faut de beaucoup, si l'on pense que les nouveaux dépôts de la loi Γ X M B (3), constituent, en grande partie, la valeur de navires torpillés (4) ou de stocks de marchandises épuisés (5), ou encore de crédits ouverts par d'autres Puissances à la Grèce dans le courant de ces trois années (6). Donc les différents facteurs qui sont à la base de l'extension des émission de la loi Γ X M B, représentent non seule-

(1) Nous faisons allusion aux grandes disponibilités que le pays a constituées à l'étranger depuis le début de la guerre, en dehors de l'intervention du système Γ X M B. Voir pages 281-283.

(2) Voir page 195.

(3) Ces réflexions s'appliquent également aux nouveaux dépôts des banques à l'étranger, dont nous avons déjà parlé.

(4) Beaucoup d'armateurs ayant fait venir en Grèce l'assurance touchée. Voir page 279, note 1.

(5) Au cours du blocus de l'ancienne Grèce, tous les objets d'importation qui s'y trouvaient se sont naturellement épuisés, sans possibilité de les reconstituer. D'où diminution, pour cas de force majeure, de l'exportation normale de capitaux.

(6) Ces crédits (voir aussi page 278, note 1) ne s'étant élevés à des sommes vraiment importantes qu'à partir de 1918, il vaut mieux les étudier au chapitre suivant, d'autant plus qu'ils ont constitué la base de la politique financière et monétaire de la Grèce depuis son intervention dans le conflit mondial.

ment un accroissement de la richesse nationale, mais aussi une simple transformation dans la nature de cette richesse ou bien une augmentation fictive et provisoire, destinée à être contrebalancée plus tard par une diminution probablement plus accusée.

Cet état de choses anormal, qui est une conséquence directe de la guerre et qui peut être considéré comme une source d'inquiétudes, tant au point de vue du danger d'une inflation qu'à celui de l'amoindrissement des instruments de production, s'est sensiblement aggravé depuis l'entrée en guerre de la Grèce. Ce n'est donc qu'après avoir étudié l'évolution de la circulation fiduciaire dans le courant de 1918, au point de vue qui nous préoccupe ici, que nous pourrons en apprécier l'importance et en rechercher les remèdes.

Hâtons-nous, cependant, d'attirer l'attention, avant de clore ce chapitre, sur une particularité qui est susceptible d'atténuer l'impression que pourraient produire les constatations précédentes. C'est qu'il ne peut y avoir aucune comparaison possible entre l'extension de la circulation fiduciaire de la Grèce et celle constatée depuis la guerre dans d'autres Etats, lesquels ont eu tout simplement recours aux émissions de papier-monnaie à cours forcé, en vue de se procurer de nouvelles ressources. En Grèce, tout au contraire, tandis que la circulation de la loi Γ X M B n'a pas cessé d'avoir une couverture intégrale, cette dernière s'accroissant en même temps que la circulation par suite du mécanisme que nous connaissons (1), celle pour le compte

(1) D'autant plus que la différence de change était prise en considération pour les nouvelles émissions qui ont eu lieu depuis 1915 (voir page 241). Quant aux billets déjà émis avant cette date,

de la Banque Nationale a toujours été couverte au moins jusqu'à concurrence de la moitié, dans la période 1915-1917 (1). Ces deux dernières constatations ressortent du rapprochement des deux tableaux que nous venons de donner (2).

---

leur couverture se trouve réduite de fait, par suite de cette différence de change. Seulement, cette situation n'est que provisoire et ne peut avoir pour le moment aucun inconvénient pratique, la Banque étant tenue par la loi Γ X M B de combler, le cas échéant, le déficit que présenterait l'actif du compte de cette loi. Voir à ce sujet nos explications des pages 261-262.

(1) Les proportions données par la Banque Nationale dans ses rapports, sont sensiblement supérieures, étant donné qu'elle fait entrer en ligne de compte dans la couverture, ses propres disponibilités. Voir nos réflexions concernant cette façon de procéder, p. 198, note 2.

Un fait digne de remarque et qui démontre un travail systématique et prévoyant de la part de la Banque, c'est qu'indépendamment de toute comparaison avec la circulation, l'encaisse métallique proprement dite de cette Banque n'a pas cessé de s'accroître, malgré les difficultés de la guerre, de sorte que, tandis qu'au 31 décembre 1910, elle ne s'élevait (celle de la loi Γ X M B comprise) qu'à 7 millions 1/2 (voir tableau page 194), elle montait fin 1917 à 63 millions (voir pages 200-201). La sagesse de cette politique de la Banque Nationale apparaît surtout quand on pense que, vu le cours forcé, elle n'avait d'autre obligation légale de poursuivre ce renforcement méthodique de son encaisse, que celle résultant de la loi 656 de 1915, qui imposait à la Banque une couverture de 10 millions en or effectif. Voir page 287, note 1.

(2) Voici les proportions qu'ont peut établir entre les chiffres de ces deux tableaux (voir pages 286 et 287) :

*Proportions entre la circulation et la couverture*

| Années | Pour le compte de la Banque | Pour le compte de la Banque et de la loi Γ X M B | Pour le compte de la Banque de la loi Γ X M B et de l'Etat |
|---|---|---|---|
| 1915 . . . . . | 0,499 1/2 % | 0,786 1/2 % | 0,664 % |
| 1916 . . . . . | 0,511 1/2 % | 0,864 1/2 % | 0,776 % |
| 1917 . . . . . | 0,550 % | 0,948 1/2 % | 0,888 % |

Comparer pages 198 et 199, note 1.

## CHAPITRE TROISIÈME

## L'ANNÉE 1918.
## LES SERVICES QUE LE SYSTÈME A RENDUS A LA GRÈCE DEPUIS SON ENTRÉE EN GUERRE, ET SON UTILITÉ POUR LA COUVERTURE DES DÉPENSES DE GUERRE

### SECTION I

### Les accords financiers passés entre les alliés et la Grèce et la nouvelle modification provisoire de la loi de 1910, qu'ils ont entraînée.

#### § 1. — *Comment se posait le problème du change pour la Grèce une fois celle-ci intervenue dans le conflit.*

Jusqu'ici la situation favorable de la balance des comptes, du change et de la circulation fiduciaire de la Grèce, ainsi que la politique du Gouvernement et de la Banque Nationale à cet égard, étaient principalement déterminées et inspirées par un facteur primordial qui consistait en ce que la Grèce était encore neutre, ce qui ne pouvait, en somme, qu'avoir une répercussion heureuse sur l'état économique et monétaire du pays, malgré les complications politiques et, par là, économiques, qui marquèrent cette période de neutralité (1).

(1) Voir pages 275 et suivantes.

Mais une fois la Grèce entrée dans la guerre aux côtés des Alliés, les circonstances que nous avons exposées plus haut et qui déterminèrent la baisse du change sur les pays belligérants au-dessous du pair, ainsi que la politique déjà exposée de la Banque, pouvaient se modifier sensiblement, et il y avait à craindre que, cette Banque ne pouvant plus appliquer sa politique de réglementation du change sur la parité du dollar, il se produisit de nouvelles variations dans les cours du change et, peut-être aussi, une baisse accentuée de la drachme au niveau ou même au-dessous de la valeur des monnaies de certains autres belligérants.

Ce qui constituait, en somme, le fondement du maintien de la fixité de la drachme à la parité du dollar, c'était l'existence des importantes réserves de change déjà constituées en vertu de la loi Γ Χ Μ Β, lesquelles pouvaient permettre à la Banque Nationale de combler un déficit éventuel de la balance des comptes, sans que ce dernier provoque une hausse quelconque dans les cours du change.

Or, l'intervention de la Grèce avec la totalité de ses forces dans le conflit, et la levée du blocus, qui en fut la conséquence, devaient fatalement entraîner un mouvement d'envois de fonds à l'étranger, et plus particulièrement aux pays alliés, pour des raisons multiples, parmi lesquelles on peut se borner à noter : 1° le règlement pour le compte du commerce d'importation de grandes quantités de marchandises, vu la nécessité urgente de ravitailler le pays ; 2° le paiement pour le compte du Gouvernement de très grosses commandes militaires, rendues indispensables par l'état de guerre ; 3° les virements nécessités par le courant de

sortie de capitaux, qui devait fatalement s'accentuer, malgré l'habile politique de change adoptée par la Banque Nationale (1).

L'abondance des demandes de devises sur l'étranger, qui devait en résulter, aurait pu finir, en épuisant peu à peu les réserves de change du pays, par rendre problématique la possibilité ou bien l'opportunité de la continuation de la politique de fixité de la drachme aux environs du pair.

La seule circonstance qui serait susceptible de contrebalancer ce déficit certain de la balance des comptes, serait la réalisation des avances éventuelles des Alliés à la Grèce, circonstance qui était d'ailleurs à prévoir, vu l'impossibilité pour cette dernière de faire face aux charges énormes de la guerre moderne, par ses ressources normales ou même par des emprunts intérieurs (2).

---

(1) Voir pages 257 et suivantes. Voilà les raisons pour lesquelles était à prévoir cette nouvelle tendance de sortie de capitaux (voir pages 237-238), qui n'a d'ailleurs pas manqué de se manifester : *a*) L'entrée en guerre de la Grèce a fait naître la crainte que la Banque Nationale ne pourrait plus appliquer (précisément pour les deux premières raisons indiquées dans le texte) sa politique du maintien des cours de la drachme au niveau du dollar. Le public s'empressait donc de profiter de la différence actuelle entre la drachme et les monnaies des principaux alliés, de peur que la drachme ne descende plus tard au niveau du franc. *b*) La confiance en la victoire finale des nouveaux alliés de la Grèce a été sensiblement accrue, de sorte que le public transformait volontiers ses capitaux en francs et en livres sterling, pour réaliser, au moment du retour de ces monnaies au pair, le bénéfice provenant de la différence actuelle entre la drachme, d'une part, et la livre sterling et surtout le franc, de l'autre.

(2) Nous donnerons plus loin un bref exposé de la situation financière de la Grèce à cette époque.

Quant à la circulation fiduciaire, l'aggravation constatée chez la plupart des belligérants par l'émission inconsidérée de papier-monnaie à cours forcé, n'était pas, heureusement, possible pour la Grèce, malgré les difficultés financières que cette nouvelle guerre devait entraîner, étant donné que la loi du contrôle (1) interdisait formellement l'accroissement de la dette de l'Etat en billets à cours forcé.

Mais, en ce qui concerne même le change, les difficultés qui étaient à craindre relativement à la possibilité de continuation de la politique de réglementation de ce dernier, ont pu être écartées. C'est ainsi que les Puissances alliées, se conformant à leur politique qui consistait à réglementer, autant que possible, le change pendant la guerre, ayant trouvé, dans la circonstance, dans la loi grecque de 1910, un mécanisme tout fait de circulation et de change fonctionnant avec succès depuis longtemps et capable d'assurer cette réglementation, se sont entendus avec la Grèce, laquelle tenait plus que tout autre à son système de la loi Γ X M B, et passèrent vers la fin de 1917 (2) les accords suivants, qui furent stipulés définitivement dans les trois conventions du 28-10 février 1918 (3) :

---

(1) Voir page 26-27.

(2) Au moment du voyage de M. Veniselos en France et en Angleterre.

(3) Signées a Paris et ratifiées par la loi 1235 du 4 avril 1918.

§ 2. — *L'accord relatif aux avances à la Grèce pour l'année 1918, et celui relatif aux avances en drachmes aux Alliés.*

I. — Les Puissances alliées, à savoir : la France, l'Angleterre et les Etats-Unis, faisaient, par parts égales, des avances à l'Etat Grec, dans le but d'aider leurs nouveaux compagnons d'armes (1). Ces avances qui étaient susceptibles d'atteindre 750 millions pour l'année 1918, étaient faites sous forme d'ouvertures de crédits près de leurs Trésors respectifs, pour le compte du Gouvernement hellénique. Ces crédits devaient être virés par le Gouvernement, au fur et à mesure de ses besoins, à l'ordre de la Banque Nationale de Grèce qui, à son tour, au lieu de tirer des lettres de change sur ces crédits pour réaliser les avances dont il s'agit et mettre leur produit à la disposition de l'Etat (2), devait mettre en circulation et remettre au Gouvernement de nouveaux billets de banque pour une somme équivalente aux besoins de

(1) D'après les termes de l'article 1[er], du premier des accords en question, intitulé « Accord pour l'année 1918 », ces avances étaient destinées à permettre au Gouvernement hellénique : « de se procurer les ressources intérieures nécessaires : 1° à la liquidation de l'arriéré ; 2° aux dépenses, pendant la dite année 1918, de l'armée et de la marine helléniques, portées aux effectifs prévus dans les arrangements militaires ».

Ce qui aurait pu entraîner sur le marché grec une nouvelle baisse des changes des grands pays alliés, et en même temps, une perte pour le Trésor grec dans la réalisation de ses avances, par suite de l'augmentation de la différence de change.

l'Etat et égale aux crédits virés en son nom (1), moins la différence de change (2).

Cette émission supplémentaire était, en somme, en conformité avec le système de couverture introduit par la loi de 1910, puisque les billets mis en circulation étaient entièrement couverts par les crédits ouverts à l'étranger et virés au nom de la Banque Nationale (3). Avec cette seule différence, cependant, que, dans le cas de demandes de change sur les pays alliés auprès de la Banque Nationale, de la part non seulement des particuliers mais encore de celle de l'Etat (4), la Banque

(1) La charge de vérifier ces besoins était confiée à une Commission financière interalliée (secondée pour les dépenses militaires, par une Commission militaire interalliée), dans laquelle la Grèce était représentée (article 2 de l'accord ci-dessus). Cette Commission après avoir examiné chaque fois les nécessités du Trésor, faisait connaître au Gouvernement quel était le montant de nouveau crédit qu'il pouvait virer à l'ordre de la Banque Nationale, pour recevoir, en échange, les billets de banque correspondants, destinés à couvrir ses besoins. C'était une garantie contre la tentation bien naturelle que le Gouvernement aurait pu éprouver, de se servir de ce moyen facile de se procurer de l'argent, pour augmenter démesurément et sans nécessité absolue, la circulation fiduciaire du pays.

(2) Par suite de la baisse du change sur Paris et sur Londres. Quant aux crédits ouverts aux Etats-Unis, en conséquence de la politique adoptée par la Banque Nationale, la question du change ne se posait pas, puisqu'il ne pouvait pas y avoir de différence entre la drachme et le dollar. Voir page 283, note 1.

(3) C'est la raison pour laquelle l'article 3 de l'accord que nous analysons ici, se contente de dire à ce sujet que : « Ces avances accordées en dollars, francs et livres sterling, destinées à gager des émissions de la Banque Nationale de Grèce, ..... » et ne trouve pas nécessaire de préciser davantage les conditions de ces nouvelles émissions de billets.

(4) Pour le réglement de différentes dépenses à l'étranger.

était tenue pour la durée de la guerre et six mois après la conclusion de la paix, à ne tirer des lettres de change que sur ses propres dépots à l'étranger, ou sur ceux déjà existants pour le compte de la loi de 1910 (1), et cela, tant que les dépôts en question ainsi que les autres disponibilités à l'étranger de la Banque et du Trésor hellénique, ne seraient pas descendus au-dessous de 100 millions (2).

---

(1) Article 3 de l'accord. Pour la période commençant six mois après la guerre, toute restriction était levée. La disposition dont il s'agit avait cependant l'avantage de dispenser le Trésor du paiement d'un intérêt quelconque pour les avances en question, tant que la Banque Nationale n'aurait pas réalisé ces avances au moyen de traites tirées sur les Trésors ou les Banques dans lesquels les crédits correspondants étaient ouverts.

D'après l'article 4 du même accord, à partir du moment où cette réalisation aura lieu : « Les avances seront représentées par des obligations du Gouvernement hellénique. Pour chaque tirage et à dater du jour où il aura eu lieu, ces obligations, pour un montant égal à celui dudit tirage, deviendront productives d'intérêt à un taux fixé respectivement avec les parties et seront, sauf le droit que se réserve le Gouvernement hellénique de les amortir par anticipation, remboursables à la fin de la quinzième année qui suivra la cessation des hostilités. Jusqu'au remboursement des dites obligations, aucun gage nouveau ne pourra être affecté à un emprunt extérieur, sans l'assentiment des Gouvernements des Etats-Unis, de France et de Grande-Bretagne ».

(2) Sous la forme de trois lettres adressées par les Ministres des Finances de France et d'Angleterre, et annexées à l'accord relatif à l'avance des 750 millions, cette dernière disposition de l'accord en question a été précisée comme suit :

1° Les Gouvernements français et britannique, admettaient que la Banque Nationale utilise par des tirages sur ces deux pays les avances constituées en francs et en livres sterling, dans le cas où l'avoir disponible du Trésor Hellénique et de la Banque Nationale, tomberait en France, au-dessous de 34 millions de francs et en Angleterre au-dessous de 1.400.000 livres sterling ;

Saisissons l'occasion qui s'offre ici de dire que, avant de passer l'accord ci-dessus, les trois grandes Puissances alliées d'alors, c'est-à-dire la France, l'Angleterre et la Russie, avaient déjà promis à différentes époques au Gouvernement hellénique, l'ouverture d'autres crédits, s'élevant aujourd'hui à 150 millions et destinés à être réalisés dans des conditions analogues à celles que nous venons d'indiquer (1). Se basant sur la promesse ci-dessus, le Gouvernement grec a émis, dans le courant des années 1915, 1916 et 1917, par l'intermédiaire de la Banque Nationale, la somme de billets correspondant (2) aux « écritures » (3) en question.

---

2° Ces tirages en francs ne pourraient être négociés en dehors de la France, et en livres sterling en dehors de l'Angleterre, et ne serviraient qu'au réglement des dettes contractées et payables dans chacun de ces deux pays ;

3° Ces mêmes tirages ne pourraient en aucun cas, avoir lieu que dans les limites des avances déjà constituées et des émissions de billets correspondantes ;

4° Les mots « dépôts » ou « avoir disponible » à l'étranger, ne devaient pas s'entendre seulement de l'actif des comptes en banque, mais aussi des valeurs à court terme qui pourraient être acquises par le Trésor Hellénique ou la Banque Nationale pour le placement de leurs disponibilités.

(1) Il importe de bien noter que, à la différence de ce qui est arrivé pour l'avance de 750 millions, les crédits dont il s'agit ici n'ont jamais été ouverts effectivement.

(2) Seulement, le Gouvernement, en présence de difficultés financières sérieuses et se prévalant du fait que les promesses d'ouverture de crédits dont il s'agit n'ont pas été stipulées dans des accords définitifs, a jugé bon d'émettre des billets de banque pour une somme exactement égale aux crédits promis, sans tenir compte de la différence de change. Cette manière de procéder, qui constitue une dérogation visible au système de la loi Γ X M B, pourra entraîner dans l'avenir des difficultés, sur lesquelles nous reviendrons.

(3) C'est là l'expression dont se sert la comptabilité publique

II. — Indépendamment de ces avances, les deux grandes Puissances européennes : la France et l'Angleterre, ouvraient au nom du Trésor Hellénique ou directement au nom de la Banque Nationale de Grèce de nouveaux crédits, destinés à servir de garantie à l'émission d'une nouvelle série de billets, que le Gouvernement hellénique s'engageait à fournir aux Alliés, pour une somme égale aux crédits ouverts (1), dans le but de leur procurer l'argent liquide nécessaire à l'entretien de leurs troupes en Orient et à leurs autres dépenses courantes en Grèce (2).

De fait, la mise en œuvre de cette combinaison a été effectuée directement par la Banque Nationale, laquelle, se basant toujours sur l'article 8 de la loi de 1910 (3), a

---

pour indiquer l'engagement pris par les trois Puissances envers la Grèce.

(1) En d'autres termes, la différence de change entre la drachme d'une part et le franc et la livre sterling de l'autre, n'était pas prise en considération dans la fixation de la garantie des billets ainsi émis. En effet, d'après le deuxième alinéa de l' « Accord relatif aux avances en drachmes » : « Le Trésor Hellénique ou la Banque Nationale de Grèce sera créditée par chaque Gouvernement emprunteur, dans la monnaie nationale de celui-ci, de sommes correspondantes, à la parité des monnaies, aux drachmes avancées ».

(2) Il s'agit là d'un procédé dont les Alliés se sont beaucoup servi depuis la guerre. Ainsi sur les 34 milliards de billets, qui constituent à peu près, au moment où nous écrivons, la circulation de la Banque de France, il faut défalquer 10 milliards, mis en circulation pour les besoins de l'armée anglaise et de l'armée américaine et ayant leur contre-partie en monnaie américaine et anglaise.

(3) Complétée, comme nous le verrons plus loin, pour cette circonstance, par l'adjonction d'un article 8 A, en vertu de la loi 1235 du 4 avril 1918.

remis à la France et à l'Angleterre, à plusieurs reprises, différentes sommes en billets de banque, dont l'émission était garantie par les crédits ouverts en son nom par ces dernières Puissances (1).

Il faut surtout attirer l'attention sur ce que la Banque Nationale n'a pas le droit de réaliser ces crédits, pour la bonne raison que les sommes ainsi avancées par elle sont également remboursables en drachmes (2), et cela dans un délai de deux ans après la cessation des hostilités. Cette dernière stipulation comporte cependant une exception pour le cas où, avant l'expiration du délai ci-dessus, le change entre la drachme d'une part, et le franc et la livre sterling de l'autre, devien-

(1) Cependant, dans une lettre adressée au Ministre des Finances français, M. Venizelos précisait que la Banque Nationale ne s'est engagée à effectuer les avances en drachmes dont il s'agit, que jusqu'à concurrence d'une somme de 250 millions pour l'année 1918, et il ajoutait que si les demandes des Gouvernements britannique et français venaient à dépasser la dite somme, au cours de l'année considérée, le Gouvernement hellénique se réservait de proposer pour le surplus, la révision de l'accord spécial. Par une lettre constituant une annexe à l' « Accord relatif aux avances en drachmes », le Ministre des Finances du Gouvernement français a accusé réception de la lettre de M. Venizelos.

(2) Par conséquent, la Banque Nationale n'a pas à se préoccuper de la baisse éventuelle des cours du franc ou de la livre sterling. C'est pourquoi il n'a pas été calculé ici de différence de change entre les billets remis aux Alliés et les crédits cuverts par ces derniers pour les couvrir. Si cette dernière circonstance ne peut entraîner aucun préjudice pour la Banque Nationale, elle a néanmoins l'inconvénient, au point de vue de la solidité du système de circulation fiduciaire de la Grèce, d'introduire une certaine dérogation à l'article 8 de la loi de 1910, en permettant l'émission de billets qui ne sont pas effectivement couverts dans leur totalité par du change sur l'étranger.

drait défavorable à la Grèce (1). La Banque Nationale aurait alors le droit de se rembourser elle-même en tirant des traites sur les crédits ouverts en son nom (2).

Il est évident que, dans ces conditions, la combinaison dont on parle ne consiste, en dernière analyse, qu'en des avances que la Banque Nationale, ou plutôt le public grec, faisait à ces deux grandes Puissances alliées (3).

§ 3. — *L'accord relatif aux fournitures militaires, et l'article 5 de l'accord pour l'année 1918. L'introduction du contrôle sur le marché des changes.*

Telles furent les principales dispositions des deux accords fondamentaux passés entre la Grèce et les

---

(1) C'est ce qui est arrivé dernièrement par rapport à la livre sterling.

(2) Voici à ce sujet, les termes du dernier alinéa de l'Accord en question : « Les sommes avancées en vertu de l'alinéa premier du présent article, seront remboursables en drachmes dans un délai de deux ans à dater de la cessation des hostilités. Toutefois, dans le cas où le change entre la drachme et la monnaie du pays emprunteur se trouverait au pair ou en faveur de l'emprunteur, le Trésor hellénique ou la Banque Nationale auraient la faculté de se rembourser eux-mêmes, et sans attendre l'expiration du délai, par des tirages effectués sur les crédits stipulés à l'alinéa 2. La faculté d'effectuer de tels tirages cesserait si le change entre les deux monnaies visées revenait en faveur de la drachme ».

(3) Aussi, l'accord prévoit un intérêt de 5 0/0 au profit du Trésor hellénique ou de la Banque Nationale, pour les sommes dont ils seront crédités de ce chef. En fait, c'est la Banque Nationale qui profite de cet intérêt et on pourrait se demander si un pareil bénéfice est justifié, puisque la Banque ne fait, pour se le procurer, qu'émettre de nouveaux billets de banque, qui sont, en définitive, absorbés par le public. Dans ces conditions, il nous semble que le Gouvernement, en sa qualité de représentant de la

Alliés (1), et dont la mise en application ne pouvait présenter la moindre difficulté grâce au système déjà éprouvé de la loi de 1910 sur lequel ils étaient basés.

Il y avait néanmoins à prévoir qu'un des principaux points de la double combinaison en question pourrait ne pas donner, dans la pratique, les résultats escomptés et empêcherait ainsi d'atteindre au but final poursuivi par les Alliés dans les accords ci-dessus. Ce but consistait à reculer autant que possible tout au moins pour la durée de la guerre, l'instant de la réalisation des crédits ouverts par les Alliés. Ce fut la raison pour laquelle on a inséré les clauses d'après lesquelles : le crédit de 250 millions n'était réalisable que deux ans après la signature de la paix, et celui de 750 millions six mois après la guerre, ou à partir du moment où les disponibilités du Gouvernement et de la Banque Nationale à l'étranger seraient descendues au-dessous de 100 millions. C'est précisément de cette dernière stipulation que nous voulons parler ici.

Quoique les dépôts de la Banque à l'étranger s'élevaient, au moment où les accords ont été passés, à

---

Nation qui est en somme la vraie prêteuse des sommes avancées aux Alliés, avait le devoir impérieux, sinon de réserver pour lui les intérêts versés par les Alliés, au moins d'y participer exceptionnellement dans une proportion supérieure (voir page 189, note 3).

(1) Après les explications qui précèdent, on voit que l'accord pour l'avance à la Grèce des 750 millions, et celui des avances aux Alliés en drachmes, quoiqu'ils se ressemblent quant aux procédés employés pour leur réalisation immédiate, diffèrent cependant complètement entre eux en ce qui concerne leurs autres stipulations et les buts diamétralement opposés qu'ils poursuivent.

582 millions (1), il y avait tout lieu de penser qu'ils ne tarderaient pas à descendre au niveau de 100 millions, et cela par suite de l'énorme demande de change que devaient entraîner les différentes causes d'envois de fonds à l'étranger, que nous avons relatées plus haut (2). Or, c'était précisément cette éventualité relative à la diminution rapide des dépôts de change de la Grèce à l'étranger, qu'il fallait éviter à tout prix ou au moins retarder. Cela, tant au point de vue des intérêts généraux de la Grèce, qu'à celui de l'intérêt des Alliés qui encouraient le danger de se trouver à brève échéance dans la nécessité de fournir effectivement les sommes représentant les crédits ouverts par eux.

L'importance de la question n'a pas manqué d'attirer l'attention des parties contractantes. Aussi, ont-elles complètement éliminé les deux principales causes de demande de change sur le marché grec (3), en faisant

(1) D'après la situation de la Banque Nationale de Grèce, du 15 octobre 1917, ses disponibilités à l'étranger se chiffraient comme suit :

| | | |
|---|---|---|
| Disponibilités à l'étranger | Pour le compte de la Banque. . | 212.569.001,15 |
| | En vertu de la loi Γ X M B . . | 600.000.000,00 |
| | | 812.569.001,15 |

Il faut cependant défalquer de cette somme : d'une part, 150 millions qui ne représentent que la simple promesse de l'ouverture des premiers crédits consentis par les Alliés à la Grèce et dont nous venons de parler (voir page 301) ; et d'autre part, 80 millions qui représentent l'avance en marks consentie par une Banque allemande dans des conditions que nous expliquerons plus loin. Ces deux sommes n'étant pas réalisables, du moins pour le moment, il est évident qu'elles ne doivent pas être comprises parmi les dépôts, à proprement parler, de la Banque Nationale à l'étranger à cette époque.

(2) Voir pages 295-296.

(3) C'est-à-dire celles résultant du mouvement de sortie des ca-

insérer dans les accords dont il s'agit, les deux clauses suivantes :

1° Pour le règlement des armements, munitions et autres fournitures militaires que les Alliés devaient livrer à la Grèce, il a été convenu qu'il n'aurait lieu qu'une fois la guerre finie (1) et dans la mesure permise par l'état économique de ce dernier pays (2).

Indépendamment du généreux appui que les Grandes Puissances prêtaient ainsi à leur nouvelle Alliée, cette combinaison avait aussi l'avantage d'éloigner la perspective d'une diminution rapide des dépôts de la Banque

---

pitaux pour être placés à l'étranger et des commandes militaires du Gouvernement. Quant à celle relative à l'importation extraordinaire de marchandises, qu'on ne pouvait pas songer à empècher, on espérait alors qu'elle serait atténuée, dans une certaine mesure, par l'exportation des produits du pays jusqu'ici entravée par le blocus, et aussi par l'ouverture de crédits aux commerçants grecs de la part des fournisseurs étrangers de biens consommables.

(1) En vertu de l'article 1er de l' « Accord relatif aux fournitures militaires » ainsi conçu : « Pour faciliter l'acquisition des fournitures, du ravitaillement et du matériel nécessaires à l'armée et à la flotte helléniques, les Gouvernements de France et de Grande-Bretagne — (les Etats-Unis n'ont pas participé à cet accord) — s'engagent à ouvrir au Gouvernement Hellénique un compte par le débit duquel seront réglées les commandes propoposées par la Commission Militaire — (celle dont il est question à la page 299, note 1) — et passées avec le concours de chaque Gouvernement intéressé ».

(2) En effet, grâce à l'article 2 de l'accord ci-dessus : « A la cessation des hostilités, la France et la Grande-Bretagne détermineront la mesure dans laquelle les dépenses portées au débit du compte prévu au précédent article, seront définitivement imputées à la Grèce en tenant compte de sa situation générale, économique et financière ».

Nationale à l'étranger (1) et, par conséquent, la nécessité pour les Alliés d'une fourniture prochaine des avances consenties par eux à la Grèce (2).

2° Quant au mouvement de sortie de capitaux grecs à l'étranger, la Grèce a pris l'engagement d'adopter les dispositions nécessaires pour endiguer cette tendance (3), en appliquant un contrôle sévère sur le change (4).

Il est inutile de relater les avantages que cette clause assurait aux parties contractantes, puisqu'ils sont identiques à ceux exposés au sujet du cas précédent. Il y en a pourtant un autre, des plus importants pour la Grèce, que nous ne pouvons passer sous silence : grâce à l'interdiction dont il s'agit, la Grèce parvenait à empêcher le placement des capitaux disponibles (5) à l'étranger et

(1) Laquelle aurait certainement résulté de la demande constante de change sur le marché grec de la part du Gouvernement, dans le but de régler ses commandes militaires à l'étranger.

(2) Il est vrai que, de cette façon, les Alliés donnaient d'une main ce qu'ils retenaient de l'autre. Cependant, cette combinaison, indépendamment de plusieurs autres facilités d'ordre pratique, avait l'avantage d'éloigner pour la Grèce le moment à partir duquel elle devrait payer des intérêts pour ses dettes de guerre.

(3) D'ailleurs, cette politique avait déjà été adoptée par la presque totalité des belligérants.

(4) Voici la teneur de l'article 5 de l' « Accord pour l'année 1918 » : « En considération des avances qui lui seront accordées, le Gouvernement Hellénique s'engage à prendre immédiatement les mesures nécessaires pour qu'il ne soit plus, à l'avenir, délivré en Grèce de remises sur l'étranger, que pour les besoins légitimes et sur la production de documents justificatifs ».

(5) Qui devenaient de plus en plus importants, par suite de plusieurs effets de la guerre, sur lesquels nous nous expliquerons.

à les conserver ainsi à l'intérieur du Royaume, qui en avait un besoin si impérieux pour la reconstitution de ses moyens de production et pour la mise en valeur de ses richesses nationales (1).

En exécution de cette dernière clause des accords qu'on vient d'analyser, le Gouvernement hellénique a émis, en date du 20-3 décembre 1917, un décret-loi (2)

---

(1) Quant aux Alliés, leur attitude, en ce qui concerne l'interdiction de sortie des capitaux de la Grèce, aurait pu paraître inexplicable de prime abord, pour la bonne raison que la plus grande partie, sinon la totalité de ces capitaux, serait venue se placer, sans aucun doute, sur leurs marchés respectifs. Si on prend pourtant en considération que cette sortie aurait entraîné, en fin de compte, l'accroissement pour une somme égale des avances alliées que la Grèce serait obligée de réaliser, on voit clairement que la clause dont il s'agit intéressait non seulement la Grèce, mais aussi les Alliés.

(2) Emis en vertu de l'article 1er de la loi 848, « sur l'émission de décrets-lois en cas d'absence de la Chambre ».

On aurait pu se demander comment le décret-loi en question est daté du 20-3 décembre 1917, tandis que les accords interalliés en exécution desquels il a été émis, n'ont été signés que le 28-10 février 1918. Il ne faut pas oublier que les principales bases de ces accords étaient déjà arrêtées depuis le commencement de novembre 1917 (voir page 297, note 2) et qu'il était de toute nécessité de procéder, sans perdre de temps, à la publication et la mise en application du décret-loi dont il s'agit, pour ne pas donner le temps aux capitaux de fuir en masse à l'étranger et pour éviter toute panique possible sur le marché.

C'est encore à cette même raison, c'est-à-dire au fait que la convention économique entre la Grèce et les principales Puissances Alliées pouvait être considérée comme virtuellement passée depuis le mois de novembre 1917, que doit être attribuée l'irrégularité apparente que nous aurons l'occasion de constater plus loin et qui consiste en ce que, au moment où les accords interalliés ont été signés, il y avait déjà 50 millions de drachmes de billets en circulation pour le compte de l'avance alliée de 750 millions.

mettant sous un contrôle gouvernemental l'achat et la vente de change et soumettant toute opération de ce genre à l'autorisation préalable d'une commission spéciale, créée dans ce but (1). Le décret royal du 27-10 décembre 1917, qui vint préciser les conditions d'application du décret-loi en question, a formellement interdit la sortie des capitaux de la Grèce, à l'exception des envois des fonds absolument nécessaires pour les besoins réels du commerce ou pour quelques autres cas d'une importance secondaire (2).

Dans cette circonstance, le système de la loi Γ X M B a pu rendre un service de plus au pays, car la stricte application des dispositions ci-dessus serait encore impossible sans la loi de 1910 : Le contrôle minutieux sur toute opération de change, introduit par le décret-loi ci-dessus, n'a été rendu facile que par le fait que, si l'achat et la vente du change étaient toujours permis aux autres banques (3), ces dernières n'avaient que des moyens de change relativement restreints (4) étant donné que les principaux dépôts de change se trouvaient

---

(1) Voir page 247, note 2.

(2) Par exemple, les fonds nécessaires pour l'entretien des personnes résidant à l'étranger et ayant leur fortune en Grèce, qui ne pouvaient d'ailleurs pas dépasser mille drachmes par mois et par personne (sauf permission spéciale), ou bien ceux constituant les arrérages de titres grecs appartenant à des sujets alliés ou neutres, etc...

(3) Pourvu qu'elles se soumettent aux conditions posées par le décret-loi dont il s'agit.

(4) D'autant plus que, d'après l'article 4 de ce même décret-loi, la Commission de change devait fixer le maximum des dépôts de change à l'étranger que chaque banque avait le droit de posséder, pour ses propres besoins et ceux du commerce.

entre les mains de la Banque Nationale. Par conséquent, c'était par son intermédiaire que se réalisait nécessairement la presque totalité des opérations de change effectuées sur le marché grec. Dans ces conditions, le contrôle de l'Etat pouvait être des plus efficaces.

§ 4. — *L'adjonction de l'article 8 A, à la loi du 19 mars 1910, dont le système a servi de base au mécanisme appliqué de réalisation des crédits et de réglementation du change.*

Le précieux service que le système de la loi Γ X M B a rendu à la Grèce dans cette occurence, ne consiste pas tant dans telle ou telle facilité particulière qu'il a pu lui assurer, que dans le fondement même des accords interalliés de 1918. Si on revient sur les principales dispositions de ces accords, on voit que le double système de crédits institué par ces derniers et les émissions supplémentaires de billets couvertes par ces crédits, étaient basés de toutes pièces sur le mécanisme déjà existant de l'article 8 de la loi de 1910.

Pourtant, il a vite paru nécessaire, pour que ce système d'ouverture de simples crédits puisse fonctionner dans la pratique et servir de couverture à une nouvelle extension de la circulation fiduciaire de la Grèce, de compléter la loi de 1910. Car le texte de l'article 8, § *a*) de cette loi, ne prévoyait pas l'émission de billets couverts par des crédits à l'étranger non immédiatement réalisables. Il ne prévoyait pas non plus le cas de la différence de change entre les monnaies dans lesquelles la couverture était payable, et le pair ou le papier

grec (1). Enfin, il fallait dédommager la Banque Nationale des frais et pertes de cette opération, de laquelle elle ne devait naturellement tirer aucun bénéfice (2).

En conséquence, l'article 3 de la loi 1235 du 4 avril 1918 (3) a ajouté à la loi du 19 mars 1910, l'article 8 A suivant :

« La Banque Nationale de Grèce est autorisée à émettre des billets de banque conformément aux dispositions de l'article précédent, en acompte de crédits sur les Trésors de l'Angleterre, de la France et des Etats-Unis d'Amérique, transmis à l'ordre de la Banque par le Gouvernement grec, ou de crédits ouverts en sa faveur par les trésors ci-dessus auprès de banques des pays susmentionnés. Dans le cas où le change sur l'étranger serait au-dessous du pair relativement à la drachme grecque, ce change ainsi que les crédits du paragraphe précédent sont inscrits à l'actif de la Banque Nationale au pair, tandis que leur différence avec les billets émis est inscrite au passif de la Banque Nationale sous la

---

(1) Conformément à l'interprétation de cet article, que nous avons déjà soutenue (voir page 116 et suivantes) et que le Gouvernement a été amené à reconnaître implicitement comme exacte, par le vote de la disposition de loi que nous reproduisons dans le texte.

(2) Il est évident que de cette nouvelle émission la Banque Nationale ne pouvait tirer aucun avantage, puisqu'elle ne touchait forcément pas d'intérêt sur les crédits qui lui servaient de couverture, et elle ne pouvait pas s'en servir pour des opérations de change, par suite de la clause indiquée aux pages 299-300. La situation était tout-à-fait différente en ce qui concernait les émissions de billets effectuées jusqu'ici en vertu de la loi de 1910 et couvertes par des dépôts à l'étranger. Voir pages 185-190.

(3) Cette loi (voir page 297, note 3) visait la ratification des conventions financières passées le 28-10 février 1918, entre les Gouvernements de la France, de l'Angleterre et des Etats-Unis d'une part, et le Gouvernement grec de l'autre.

rubrique : différence de change des disponibilités, conformément à l'article 8 A de la loi.

Les profits et pertes qui pourraient résulter des fluctuations du change dans les cas prévus par les premiers paragraphes de cet article, seront passées au profit ou à la charge du Gouvernement hellénique.

Le profit ou la perte sera fixée au moment de réalisation des crédits par la Banque Nationale, par la vente du change correspondant sur l'étranger.

Le Ministre des Finances est autorisé à promettre à la Banque Nationale de Grèce, pour frais de fabrication, transports, substitution et autres dépenses d'administration, des billets de banque émis en conformité du présent article, un tantième d'un huitième pour cent par an, sur les billets de banque ci-dessus. Ce tantième cessera d'être versé par le Trésor, pour autant que les crédits des Alliés ci-dessus seraient productifs d'intérêt (1) ».

Telles furent les lignes principales des trois conventions passées entre les Alliés et la Grèce et signées le 28-10 février 1918, ainsi que des mesures législatives qui ont été prises en Grèce en exécution de ces conventions. Tout autre commentaire relativement à ces accords, qui dénotent chez leur rédacteur une compétence et une ingéniosité remarquables, est superflu. Il suffit d'indiquer en deux mots que, grâce à l'élément d'élasticité dont la loi de 1910 a doté le système de circulation fiduciaire de la Grèce (2), non seulement la presque totalité des dépenses de guerre de la Grèce, mais encore une partie de celles des armées alliées à Salo-

(1) Voir au sujet du dernier alinéa de cet article, la remarque formulée à la page 304, note 2.

(2) Et aussi grâce au crédit tout-à-fait exceptionnel dont jouit la Banque Nationale auprès du public.

nique, ont été, de fait, couvertes dans l'intérieur du pays (1) par le public grec, et cela sans le moindre mouvement de fonds entre Alliés et, par conséquent, sans la moindre perturbation de leur balance des comptes et des cours de leur change réciproques (2).

En somme, on peut dire que les accords que nous venons d'examiner ne constituent qu'une application modifiée (3) de la politique suivie pendant la guerre par les belligérants pour établir les cours de leur change. En effet, parmi les moyens employés dans ce but et qui sont sensiblement les mêmes dans tous les Etats en guerre, la première place peut être donnée à l'obtention de crédits à l'étranger (4). Seulement, en ce qui concerne le cas de la Grèce, deux différences caracté-

---

(1) *M. Larkworthy*, dans son Rapport à la Commission anglaise de la circulation et des changes déjà cité (voir page 14), n'hésite pas à dire qu'au point de vue pratique, la loi de 1910 : « a probablement sauvé la cause alliée à Salonique ».

(2) Il ne restait effectivement, après la combinaison ci-dessus, comme élément résultant directement de l'état de guerre et pouvant influencer (favorablement d'ailleurs) la balance des comptes de la Grèce, que les sommes envoyées directement par les familles françaises ou anglaises à leurs membres mobilisés dans l'armée d'Orient (par chèques, mandats-poste, etc.) ou celles emportées par les militaires allant à Salonique (en billets de banque) et dépensées en Macédoine.

(3) Suivant les circonstances financières et monétaires particulières de la Grèce, et les relations économiques de cette dernière avec ses grands Alliés.

(4) Non seulement entre alliés, mais aussi et surtout chez les neutres. Aussi, en dehors des crédits accordés directement aux Gouvernements (soit par d'autres Gouvernements, soit par des particuliers), il y a eu des crédits accordés entre particuliers de différents pays (soit sous l'égide de leur Gouvernement respectif, soit en dehors de toute intervention gouvernementale).

ristiques se dégagent des explications ci-dessus, relativement au but poursuivi par l'ouverture des crédits alliés :

1° Etant donné qu'ils ne sont pas réalisables pendant la durée de la guerre, ils poursuivent la réglementation du change, non seulement comme d'habitude au profit du débiteur (1), mais aussi au profit du créancier (2) ;

2° Etant destinés jusqu'à leur réalisation à couvrir une émission extraordinaire de billets, ils ont servi, pour la plupart, au règlement de dépenses, non pas à l'étranger, mais à l'intérieur (3).

Il existe, néanmoins, dans le courant de la guerre, quelques exemples d'application par les Alliés de procédés absolument analogues à ceux qui sont à la base

---

(1) Tels sont les cas : de la fourniture à crédit des armements à la Grèce, d'une part, et de l'avance en drachmes aux Alliés pour les besoins de l'armée d'Orient, d'autre part.

(2) C'est le cas des avances alliées de 150 et de 750 millions. Naturellement, au point de vue des finances publiques de la Grèce, ces avances ont été consenties au profit du débiteur, mais au point de vue du change, il est sans aucun doute que le procédé suivi pour leur réalisation a été adopté au profit des créanciers (lesquels vu les circonstances, ne pouvaient qu'aider leur alliée pour la couverture de ses dépenses de guerre).

(3) Exception faite toujours des fournitures militaires de la Grèce et des dépenses des Alliés pour l'armée d'Orient. Mais quant aux avances alliées, il est évident que si la Grèce y a eu recours, ce n'est pas pour payer ses dépenses à l'étranger et, par conséquent, réglementer ainsi son change, mais pour pouvoir se procurer l'argent nécessaire à ses dépenses intérieures, chose qui aurait pu avoir comme résultat, si l'ajournement de la réalisation de ces avances n'avait pas eu lieu, une nouvelle hausse plutôt qu'une baisse de son change à l'étranger.

des accords financiers avec la Grèce (1). Nous les indiquerons ultérieurement. Ce qui est plus particulièrement intéressant ici, c'est de savoir quels ont été les effets de la mise en application des accords en question, dans le courant de 1918, sur les cours du change et, surtout, sur la circulation fiduciaire de la Grèce.

---

(1) Les Empires Centraux sont entrés, eux aussi, dans cette voie. Contentons-nous de signaler le procédé qu'a suivi l'Allemagne, pour permettre à la Turquie de couvrir ses dépenses de guerre. Comme le fait très bien remarquer *M. Tsoudéros*, ce procédé présente, à plusieurs points de vue, une infériorité sensible, comparé à celui appliqué au sujet des avances consenties à la Grèce : « L'Allemagne, au lieu de prêter à la Turquie l'argent dont cette dernière avait besoin, lui a remis (jusqu'à la fin de 1917) des Bons du Trésor Allemand, pour une somme de 80 millions de livres turques environ ; ces Bons avaient des échéances variables, dont la plus rapprochée devait avoir lieu six mois après la paix et la plus éloignée dix ans après. La Turquie ayant ces Bons comme couverture, a émis une somme en papier-monnaie égale à la quantité ainsi garantie par la signature de l'Allemagne. D'après cette combinaison, ce papier-monnaie devait être retiré de la circulation au fur et à mesure après la guerre et remplacé par l'argent que l'Allemagne aurait versé à la Turquie en réglement des susdits Bons, lesquels auraient été transformés finalement en un emprunt régulier.

Comme on le voit, le système mis en application en Grèce est de beaucoup supérieur au procédé appliqué en Turquie et pour trois raisons principales :

1° L'entremise de la Banque Nationale de Grèce apporte aux billets émis une sécurité supplémentaire pour le porteur ;

2° L'Etat grec est dispensé de payer des intérêts avant la réalisation des crédits qu'il peut, d'ailleurs, ne pas réaliser en tout ou en partie ;

3° Enfin, les crédits ouverts à la Grèce sont réalisables en totalité, six mois après la guerre et même avant dans le cas mentionné plus haut. » *Em. Tsoudéros* : « Le Relèvement Economique de la Grèce », pages 85-86.

SECTION II

## Les effets de l'application des accords financiers sur le montant de la circulation fiduciaire.

### § 1. — *Le maintien de la fixité du change et l'accroissement prodigieux de la circulation.*

Les cours du change sur Paris et Londres, en 1918, furent les suivants :

*Cours des Changes*

| Années | Plus haut | Plus bas | Différence | Moyenne de l'année |
|---|---|---|---|---|
| | | *Sur Paris* | | |
| 1918 | 93,13 | 92,40 | 0,73 | 92,71 (1) |
| | | *Sur Londres* | | |
| 1918 | 25,40 | 24,82 | 0,78 | 24,80 |

Le rapprochement de ces chiffres fait apparaître le maintien au profit de la Grèce de tous les avantages du système Γ Χ Μ Β relatifs au change, et la continuation jusqu'à la fin de 1918 de la politique de fixité de la drachme au niveau du dollar.

L'événement prend une importance plus grande encore dans la période que nous étudions, quand on

(1) Pour l'année 1918, la Cote Officielle de la Bourse d'Athènes et celle de la Banque Nationale, sont absolument d'accord. Voir pages 202 et 283.

considère que la Grèce se trouvait dès lors parmi les belligérants, et quand on compare l'allure du change grec avec celle du change des grandes Puissances en guerre. Cette situation, de prime abord paradoxale, qui a fini par intéresser et intriguer maints économistes étrangers, apparaît comme tout-à-fait logique et conforme aux lois économiques, après les explications qui précèdent.

Mais si l'on passe à l'examen de la situation de la circulation fiduciaire, qui attire généralement moins l'attention de l'étranger, on voit qu'elle a pris, pendant l'année 1918, une tournure qui commençait à être moins satisfaisante et qui pouvait inciter à de sérieuses réflexions.

Voici l'état de la circulation fiduciaire et de sa couverture, à la fin de 1918 :

## CIRCULATION

| Années au 31 décembre | Etat | Banque Nationale | | | Banque Ionienne | Banque de Crète | Total de la circulation |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Billets de 1 et 2 drachmes | Pour le compte de l'Etat | Pour le compte de la Banque | Pour le compte de la loi de 1910 | Pour le compte de la Banque | Pour le compte de la Banque | |
| 1918 | 20.520.875 (1) | 52.951.915 | 44.539.393 | 1.170.070.605 | 5.676.740 | 10.508.475 | 1.304.268.003 |

## COUVERTURE

| Années au 31 décembre | État | Banque Nationale | | | | | Banque de Crète |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Couverture métallique en caisse | | | Disponibilités à l'étranger | | |
| | Dépôts en Angleterre en couverture des billets de 1 et 2 drachmes | Or | Argent et Cuivre | Or en vertu de la loi de 1915 | Obligations des emprunts nationaux en or, en vertu de la loi de 1915 | Dépôts et Crédits pour le compte de la loi de 1910 | Or dans les caisses de la Banque ou déposé à la Banque Nationale et dépôts à l'étranger |
| 1918 | 20.520.875 (1) | 43.086.826 | 1.220.503 | 10.000.000 | 10.000.000 | 1.191.411.082 (2) | 10.508 475 |

(1) Au sujet de cette nouvelle circulation de papier, voir p. 273. Le chiffre du montant de cette circulation ainsi que celui de la couverture correspondante, au 31 décembre 1918, que nous reproduisons dans le tableau, a été donné par *M. Lécatsas*, Directeur de la Comptabilité générale, dans la Conférence sur : « Les Finances de guerre de la Grèce » (Athènes, 1919, pages 27-28) déjà citée. Cependant, le chiffre donné dans le bilan de la Banque Nationale du 31 décembre 1918, est un peu différent : 20.736 198 drachmes. Nous ne voyons pas d'où peut provenir cette différence.

(2) Nous aurons l'occasion plus loin d'expliquer cette supériorité de la couverture sur la circulation correspondante, pour le compte de la loi de 1910. Ici encore, le chiffre donné par *M. Lécatsas*, qui est celui du tableau, présente une différence sensible avec celui du bilan de la Banque Nationale, lequel inscrit, à la date du 31 décembre 1918, les disponibilités à l'étranger pour le compte de la loi Γ X M E, pour une somme de 1.185.041.082.

§ 2. — *Les nouvelles émissions de billets, s'étant effectuées uniquement pour le compte de la loi* ΓΧΜΒ, *purent assurer à la totalité de la circulation une couverture intégrale.*

La première remarque à faire au sujet des tableaux ci-dessus, c'est qu'à partir de 1918 vint s'ajouter une nouvelle catégorie d'émission, celle des petites coupures qui n'existaient plus en Grèce depuis 1910. Malgré son caractère de papier-monnaie émis directement par l'Etat, cette nouvelle émission avait l'avantage d'être entièrement couverte et n'a contribué à augmenter que dans une très faible proportion la circulation totale de la Grèce, puisqu'elle n'avait pour but que de remplacer les pièces de une et deux drachmes qui avaient effectivement disparu de la circulation (1).

Sous la réserve de cette remarque, on ne peut pas s'empêcher de constater que la comparaison des chiffres du tableau sur la circulation du paragraphe précédent avec ceux de la circulation fiduciaire à la fin de 1917 (2), fait apparaître un développement de cette dernière dans son ensemble et dans le courant de 1918, tel qu'il ne s'était jamais vu jusqu'ici et presque égal à celui constaté dans l'ensemble de la période triennale précédente.

---

(1) Il faut espérer que, une fois le marché mondial et, par conséquent, le marché grec rentrés dans leur état normal, toutes ces petites coupures seront retirées de la circulation, d'autant plus facilement qu'elles sont entièrement couvertes par du change sur l'étranger. Nous verrons plus loin les conditions dans lesquelles ce change pourra être réalisé.

(2) Voir tableau, page 286.

Ce qui est significatif, c'est que ce développement est dû uniquement, ou presque, aux nouvelles émissions de billets pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β, dont la circulation a presque doublé dans l'espace d'une année, de façon à représenter non plus les 4/5 mais les 9/10 de la circulation totale du pays. Et ces émissions auraient encore élevé davantage le montant de cette dernière, si l'influence exercée par le dédoublement de la circulation de la loi Γ Χ Μ Β sur celle pour le compte de la Banque Nationale n'avait produit, une fois de plus, son effet, et n'avait contribué à réduire cette dernière presqu'au quart du maximum qu'elle avait le droit d'atteindre (1).

Ces deux mouvements contraires ne pouvaient, d'ailleurs, produire qu'un excellent résultat au point de vue de la couverture de la circulation totale du pays puisque, tandis que la circulation pour le compte de la loi Γ ΧΜ Β continuait, en principe, à être couverte dans sa totalité, son accroissement entraînant une augmentation correspondante de ses réserves de change à l'étranger, la circulation pour le compte de la Banque, en diminuant presque des deux tiers, arrivait à posséder une couverture, représentée par l'encaisse métallique de la Banque, sensiblement supérieure à ses billets en circulation. Il en résulta cette situation curieuse que

(1) Voir pages 139-142, 200 et 290. Nous verrons même plus loin que sans un procédé qui a été employé par la Banque Nationale pour réduire la circulation effective pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β, l'influence de cette dernière sur celle pour le compte de la Banque, serait encore plus marquée et l'aurait probablement réduit à un chiffre purement négatif, comme il est déjà arrivé au 30 juin 1914. Voir page 221, note 1.

la circulation fiduciaire totale de la Banque Nationale, les billets circulant pour le compte de l'Etat compris (1), possédait à la fin de 1918, c'est-à-dire juste au moment où elle atteignait un montant prodigieux, une couverture d'une importance inconnue jusqu'ici, soit à peu près intégrale (2).

Cette situation satisfaisante, qui fait distinguer à l'avantage de la Grèce le caractère de la circulation fiduciaire de cette dernière à la fin de 1918, comparé à celui de la circulation de la presque totalité des autres pays à cette même époque, n'était pas sans présenter certains côtés faibles dont l'importance n'était pas négligeable. Ils peuvent être résumés par les deux questions suivantes :

1° La couverture de la circulation fiduciaire de la Grèce au 31 décembre 1918 peut-elle être considérée comme une véritable couverture, du moment qu'elle consiste, pour sa presque totalité, en réserves de change à l étranger, ayant cessé depuis longtemps d'être convertibles en une monnaie métallique effective, et dont

---

(1) Sur la circulation des billets pour le compte de l'Etat, ainsi que sur celles des deux autres banques d'émission, il n'y a qu'à signaler la continuation des mêmes mouvements réguliers que nous avons constatés pages 288-289.

(2) Voici les différentes proportions qu'on peut établir entre la circulation et la couverture au 31 décembre 1918 :

| | |
|---|---|
| Pour le compte de la Banque . . . . . | 1,443 3/4 % |
| Pour le compte de la Banque et de la loi ΓΧΜΒ . . . . . . . . . . . . . | 1,034 % |
| Pour le compte de la Banque, de la loi ΓΧΜΒ, et de l'Etat . . . . . . . | 0,990 % |

Comparer pages 198 et 199, note 1 et 293, note 2. Voir aussi pages 198, note 2 et page 293, note 1.

une grande partie, ou est loin de représenter le pair, ou comporte l'inconvénient de n'être point immédiatement réalisable ?

2° Même en admettant que la circulation fiduciaire de la Grèce fût effectivement couverte à la date ci-dessus par ses réserves de change à l'étranger, son exubérance manifeste n'était-elle pas susceptible d'amener les conséquences fâcheuses d'une inflation monétaire ?

Afin de pouvoir mieux étudier ces deux questions et pour y répondre en connaissance de cause, il faut commencer par analyser la rubrique de la circulation pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β dans les divers chapitres d'émissions qui la constituent, en comparaison avec la couverture de chacun de ces chapitres. Cette analyse est d'autant plus indispensable que c'est l'extension de la circulation Γ Χ Μ Β qui est la cause unique de l'abondance monétaire constatée, extension qui n'est pas due, depuis 1918, au jeu normal du système de la loi Γ Χ Μ Β, mais à l'adjonction de nouveaux facteurs, lesquels, en provoquant ces nouvelles émissions de papier, ont en même temps amené une modification sensible dans la nature de leur couverture (1).

Dans les tableaux de la page 319, la circulation pour le compte de la loi Γ Χ Μ Β, au 31 décembre 1918, était

(1) Il est vrai que certains de ces nouveaux facteurs auxquels nous faisons allusion, existaient déjà depuis 1917, tels que : 1° l'avance allemande de 80 millions de marks ; 2° l'avance alliée de 750 millions, puisque la première ouverture d'un crédit de 50 millions sur cette dernière avance a été, de fait, effectuée en décembre 1917, en vertu de l'arrangement du 30 novembre 1917. Mais, comme nous l'avons déjà indiqué (voir page 291, note 6), nous avons préféré remettre pour le présent chapitre, l'étude des questions qui en découlent.

*Circulation et Couverture du compte de la loi* Γ X M B

(au 31 décembre 1918)

| *Circulation* | | *Couverture* | |
|---|---|---|---|
| Pour les besoins de l'Etat . . . . . . . . . | 499.029.523 | Avances alliées de 750 millions à l'Etat, à l'ordre de la Banque Nationale. . . . . | 514.000.000 (1) |
| » » . . . . . . . . . | 150.000.000 | Autres avances alliées . . . . . . . . . . | 150.000.000 |
| » » . . . . . . . . . | 73.600.000 | Avances de la Banque Bleichrœder en marks. | 80.000.000 (1) |
| Pour les besoins des armées alliées d'Orient. . | 101.041.082 | Crédits alliés au nom de la Banque Nationale. . . . . . . . . . . . . . . | 101.041.082 |
| Pour le compte de la loi de 1910, article 8 (2) . | 346.400.000 | Dépôts à l'étranger . . . . . . . . . . | 346.400.000 |
| | 1.170 070 605 | | 1.101.441.082 (3) |

(1) La supériorité de la couverture sur la circulation, de 14 970.477 pour l'avance alliée de 750 millions, et de 6.400.000 pour l'avance en marks, constitue la différence de change par suite de la baisse des monnaies dans lesquelles cette couverture a été constituée, relativement à la drachme. Nous aurons l'occasion d'indiquer comment cette différence de change a été calculée pour les deux cas que nous venons de signaler. Quant aux raisons pour lesquelles cette différence n'a pas été prise en considération relativement aux émissions couvertes par les avances alliées de 150 millions, ainsi que par les crédits ouverts pour les besoins de l'armée d'Orient, voir pages 301, note 2 et 303, note 2.

Indépendamment de ces 80 millions de marks, la proportion des autres monnaies en ce qui concerne les deux avances alliées, est la suivante :

1° avance de 150 millions : en francs 80 millions de francs, en livres sterling 60 millions de francs, en roubles 10 millions de francs.

2° avance de 750 millions : en francs 250 millions de francs, en livres sterling 250 millions de francs, en dollars 250 millions de francs.

(2) C'est-à-dire par le simple jeu de cette loi et indépendamment de toute intervention gouvernementale et de la modification apportée à la loi en question par l'adjonction d'un article 8 A, en vertu de la loi 1235. Voir pages 311-313.

(3) Différence totale 21.370.477.

portée pour un montant de 1.170.070.605 drachmes, et sa couverture correspondante, à la somme de 1.191.441.082. Les différents chapitres dans lesquels ces chiffres doivent être analysés, se trouvent dans le tableau de la page précédente.

Procédons maintenant à l'étude de chacun des chapitres de ce tableau.

### § 3. — *La circulation couverte par les avances alliées de 750 millions, et les procédés employés pour en réduire le montant.*

On ne peut manquer de constater, en ce qui concerne la circulation couverte par les crédits constituant l'avance alliée de 750 millions à l'Etat grec, le danger d'inflation monétaire qui en découle. Cette circulation a pu atteindre en quelques mois 500 millions de drachmes et, naturellement, n'a pas cessé de s'accroître depuis. Il est vrai qu'elle est entièrement couverte (1) par des crédits de tout premier ordre, puisqu'ils portent la signature de trois grandes Puissances, et que la différence de change a même été prise en considération, à titre de provision, au moment de l'émission (2). Il est naturel

(1) Sous réserve de la situation des changes des grands pays qui ont consenti les avances par rapport à la drachme, au moment de leur réalisation.

(2) Cette différence a été calculée tous les six mois par la Commission financière interalliée (Voir page 299, note 1) sur les billets émis pendant le semestre précédent, en se basant sur les cours moyens du change du franc et de la livre sterling (quant au dollar il ne pouvait pas en être question) sur le marché d'Athènes durant cette période.

Insistons sur le fait que cette différence ne constitue qu'une simple provision, car si au moment de la réalisation des crédits visés, la différence des cours des monnaies dont il s'agit relati-

néanmoins, qu'une pareille circulation donne à réfléchir. Il est évident que : d'une part, elle ne peut pas être entièrement absorbée par le marché, malgré l'augmentation des besoins d'argent liquide qui a suivi, comme partout, l'état de guerre, par suite de l'accroissement des richesses, de la limitation des crédits et surtout, de la hausse des prix et plus tard des salaires, etc... ; d'autre part, de fait ces billets ne peuvent commencer à être remboursés que six mois après la fin de la guerre, et, par conséquent, dans le cas même où les indices d'une inflation monétaire commenceraient à se produire, il serait impossible, en principe, de diminuer le montant de cette circulation.

Le Gouvernement a immédiatement senti le danger et a essayé de l'enrayer en prenant, avec l'aide de la Banque Nationale, certaines mesures destinées à diminuer, autant que possible, la circulation dont il s'agit.

En effet, si on considère les tableaux de la Dette Publique de la Grèce à la fin de 1918, on voit que les avances alliées sont notées pour une somme de 675 millions (1), tandis qu'à l'actif de loi de 1910, on ne trouve de ce chef, qu'une somme de 514 millions, qui

---

vement à la drachme dépasse celle calculée au moment de l'émission des billets (voir page 324, note 1), le produit de la réalisation des avances alliées ne suffira pas pour couvrir et rembourser la totalité des billets en question. On aura l'occasion plus loin de revenir sur les conséquences que peut présenter une pareille éventualité, laquelle, si on s'en tient à la situation actuelle, deviendrait une réalité.

(1) Soit 225 millions pour chacune des trois grandes Puissances. Ces 675 millions constituent le montant des crédits que le Gouvernement avait virés sur l'avance des 750 millions au nom de la Banque Nationale, au 31 décembre 1918, après vérifi-

ne correspond d'ailleurs au passif qu'à une circulation effective de 499.029.523 drachmes.

L'écart entre ces deux derniers chiffres s'explique facilement par la différence de change qui a été prise en considération conformément aux termes des accords interalliés (1). Le seul point qui reste à éclaircir, c'est comment, malgré cette différence de 14.970.477 drachmes, entre la couverture et la circulation du compte de la loi Γ X M B, la Banque Nationale arrive à équilibrer son budget, étant donné que les crédits alliés sont inscrits à l'actif du comte Γ X M B au pair. Elle est parvenue à ce résultat en inscrivant, à son bilan du 31 décembre 1910, cette dernière somme, à son passif, sous la rubrique : « Différence de change des disponibilités en vertu de l'article 8 A de la loi Γ X M B (sur les billets de banque émis pour l'avance des 750 millions) (2) ».

Ce qui apparaît plus complexe, c'est l'explication de la différence existant entre les deux chiffres du compte de la loi Γ X M B, et celui porté dans les livres de l'Etat : Elle est tout simplement le résultat des mesures prises dans le but de restreindre la circulation effective pour le compte de la loi de 1910. Voici les deux procédés qui ont été appliqués à cet effet :

1° La Banque Nationale, au lieu d'émettre pour les besoins de l'Etat de nouveaux billets de banque couverts

---

cation de la Commission financière interalliée. Le virement des 75 millions restants, s'est effectué dans le courant de l'année 1919.

(1) Voir page 299, note 2.

(2) Cette manière de procéder était conforme à la stipulation relative de l'article 3 de la loi 1235, qui a ajouté l'article 8 A à la loi de 1910 et qui a été reproduit pages 312-313.

par les avances alliées, s'est contentée, autant que cela était possible, d'avancer à l'Etat les sommes provenant des dépôts en billets de banque des particuliers chez elle (1), quitte à remettre en circulation ces nouveaux billets de banque dans le cas de demandes de retrait ou bien dans le cas où elle aurait pu placer avantageusement ses disponibilités. En d'autres termes, la banque, pour contrebalancer la rubrique de son passif constituée par les dépôts des particuliers chez elle, inscrit à son actif, pour son propre compte, une partie des avances alliées. Elle utilise ainsi ses disponibilités provenant des dépôts chez elle, comme si elle avait acheté du change et déposé ces disponibilités à l'étranger (2).

---

(1) Ces dépôts se sont élevés depuis la guerre à des sommes très importantes, par suite des gros profits des particuliers, de l'interdiction d'exportation des capitaux et du manque de nouvelles entreprises. Vu le crédit tout-à-fait exceptionnel dont jouit la Banque Nationale, il était naturel que la plus grande partie de ces capitaux disponibles soit déposée, pendant cette période d'attente, dans cet établissement.

Voici un tableau très significatif des dépôts en banque, en Grèce, au 31-13 septembre 1918 :

| | | |
|---|---|---|
| Banque Nationale de Grèce . . . | Drachmes | 697.845.414,27 |
| Banque Ionienne . . . . . . . . | » | 184.445.820,82 |
| Banque Commerciale . . . . . . | » | 78.077.659,04 |
| Banque Populaire. . . . . . . . | » | 70.165.356,90 |
| Banque d'Athènes. . . . . . . . | » | 70.105.000,00 |
| Banque du Pirée . . . . . . . . | » | 35.911.428,36 |
| Banque d'Orient . . . . . . . . | » | 16.038.783,55 |
| Banque de Crète . . . . . . . . | » | 9.723.449,33 |
| Total. . . . . . . | » | 1.162.312.912,27 |

(2) Avec cette seule différence que ces disponibilités, dans le cas qui nous préoccupe, ne sont représentées que par des crédits non réalisés et, par conséquent, ne portent aucun intérêt. Il est évident que, dans ces conditions, la Banque subit une certaine perte dans l'opération décrite dans le texte, étant donné qu'elle

Inutile d'insister plus longtemps sur les résultats de ce procédé sur la circulation pour le compte de la loi de 1910. Disons simplement que, au 31 décembre 1918, la Banque Nationale avait avancé à l'Etat, contre virement d'une somme correspondante des crédits alliés, 105.767.963 drachmes, en billets de banque provenant des dépôts chez elle (1).

---

verse un intérêt de 0 à 1 0/0 pour les dépôts à vue chez elle, et qu'en retour elle ne touche absolument rien, vu la façon dont le produit de ces dépôts est employé. Cependant, cette perte ne doit pas être attribuée à cette opération même, mais aux conditions difficiles du marché et à l'exubérance de la circulation fiduciaire, qui ne permettent pas à la Banque un placement facile de ses disponibilités.

Mais alors, on aurait pu se demander pourquoi la Banque Nationale offre un intérêt, si minime soit-il, pour ses dépôts? La seule explication qu'on peut donner c'est que la Banque Nationale qui n'est pas seulement une banque d'émission, mais aussi un établissement de crédit et de dépôts, ne veut pas perdre sa clientèle en lui refusant tout intérêt, au moment où les autres banques continuent à rémunérer largement les sommes déposées chez elles.

En tout cas, cette perte, dont l'Etat n'est pas, nous le répétons, responsable, et qui n'est d'ailleurs pas très importante, sert à un peu compenser le bénéfice injustifié que la Banque se procure sur les billets émis et avancés par elle aux Alliés, pour les besoins de l'armée d'Orient. Voir page 304, note 3.

(1) Cette combinaison ne constitue pas, comme on aurait pu le croire à première vue, une sorte de suspension provisoire de l'application d'une des principales dispositions de l'article 8 de la loi de 1910, d'après laquelle : à l'inscription à l'actif du compte de cette loi d'un nouveau dépôt (ou crédit, depuis la loi 1235 de 1918) à l'étranger, doit correspondre au passif une nouvelle émission de billets d'une somme égale (ou presque, depuis la prise en considération de la baisse des principaux changes étrangers). Effectivement, le virement au nom de la Banque Nationale d'une partie quelconque des crédits alliés, n'est inscrit au crédit du

Quant à l'ensemble de la circulation fiduciaire, la combinaison dont il s'agit n'apporte pourtant absolument aucun changement relativement à son montant, car toute diminution de ce chef de la circulation pour le compte de la loi de 1910, produit l'accroissement d'une somme égale de la circulation pour le compte de la Banque Nationale (1), laquelle circulation, sans le procédé en question, serait naturellement restée diminuée de la totalité de la somme représentant les disponibilités de cette dernière banque provenant des dépôts chez elle (2).

Ce qui est certain, de toute façon, c'est que grâce aux disponibilités de la Banque Nationale provenant de ses dépôts, l'ensemble de la circulation effective à la fin de 1918, était de 105.767.963 drachmes inférieur au maxi-

---

compte de la loi Γ X M B, qu'à partir du moment où l'émission correspondante des billets a eu lieu. Jusque-là, ce virement est inscrit à l'actif de la banque, comme contre-partie des dépôts des particuliers chez elle.

(1) Il s'agit ici de l'allusion que nous avions faite page 321, note 1 et dont nous avions remis l'explication.

(2) En d'autres termes, si la circulation pour le compte de la loi Γ X M B, n'avait pas été diminuée de 105.767.963 drachmes, ce serait celle pour le compte de la Banque qui l'aurait été d'une somme égale. On pourrait objecter : Comment cela pourrait-il se faire du moment que la circulation effective pour le compte de la Banque ne dépassait pas, au 31 décembre 1918, 45 millions ? Il se produirait, tout simplement, ce qui était déjà arrivé, c'est-à-dire que la Banque aurait dans ses caisses non seulement la totalité de ses propres billets, mais aussi plus de 60 millions de ceux émis en vertu de la loi de 1910. Cela n'aurait rien de surprenant quand on pense que rien que les dépôts à vue chez elle atteignaient presque à ce moment 700 millions. La Banque Nationale se trouverait dans la situation d'une simple banque de crédit, en possession de très fortes disponibilités en caisse, par suite d'un afflux imprévu de dépôts.

mum qu'elle aurait pu atteindre à cette date. Seulement ce résultat heureux n'est pas dû au procédé que nous venons d'examiner, mais au fait du retour, en quantités considérables, des billets de la Banque Nationale dans ses caisses, sous forme de dépôts, dont le montant dépasse manifestement les besoins de crédit auxquels cette Banque aurait pu subvenir au moyen de ses disponibilités. La diminution de la circulation de ce chef, doit donc être plutôt attribuée à l'action automatique du public et considérée comme le signe que les instruments de paiement en circulation commençaient à dépasser les besoins monétaires du marché.

2° On a eu recours encore à un autre procédé pour éviter l'inflation monétaire. L'Etat a émis des Bons de la Défense Nationale, sous forme de lettres de change tirées sur la Banque Nationale et acceptées d'avance par elle (1), dès qu'une partie correspondante des avances alliées était portée par le Gouvernement à son crédit (2).

Il est vrai que ces Bons, quoiqu'ils fassent rentrer dans les caisses publiques une somme appréciable de billets de banque, ne constituent pas une nouvelle ressource réelle pour le Trésor (3), puisqu'ils sont défi-

---

(1) Les lettres de change livrées au public portent, en effet, la signature de la Banque Nationale comme accepteur, ce qui ne peut, d'ailleurs, qu'accroître la confiance du public.

(2) Ces Bons portent un intérêt de 4 1/2 à 5 0/0, suivant la date de leur échéance. Leur circulation a atteint et même dépassé, dans le courant de 1919, 100 millions de drachmes. Elle s'élevait au mois de juin 1919, à 114.922.400 drachmes. L'intérêt de ces Bons a été légèrement augmenté dernièrement.

(3) Plus explicitement, ils ne constituent pas une avance pro-

nitivement remboursés par des billets de banque représentant une partie des avances alliées (1). Ils ont néanmoins l'avantage de retarder la mise en circulation de nouveaux billets de banque, pour une période plus ou moins longue, suivant la date de leur échéance, et pour

---

visoire, moyennant escompte de Bons du Trésor de la part de la Banque Nationale. Ce dernier moyen représente une opération tout autre, qui est prévue et limitée par les statuts et lois en vigueur. D'après l'article de la loi ΑΛ du 3 février 1864 : « La Banque Nationale pourra escompter les Bons du Trésor qui lui seront présentés directement par le Trésor, ou par des tiers. Ces Bons.. ne dépassant pas l'échéance de trois mois, sont classés dans la catégorie des effets de commerce ou obligations... ». Seulement, ce droit du Trésor à émettre des Bons a été limité par la loi du Contrôle du 26 février 1898 (article 29) à 10 millions de drachmes. Ce maximum a été élevé par la loi 656, du 20 février 1915, avec le consentement de la Commission Internationale, à 25 millions.

Naturellement, ce maximum ne joue pas en ce qui concerne la nouvelle catégorie de Bons dont on parle dans le texte. Ceux-ci, loin d'être escomptés par la Banque Nationale, de façon à représenter une avance provisoire de cette dernière envers l'Etat, ne sont, à proprement parler, que des lettres de change tirées sur la Banque Nationale, laquelle en acceptant de les payer à leur échéance, ne fait, en définitive, qu'une opération d'achat de change (puisqu'elle est créditée des sommes correspondantes à l'étranger) en vertu de l'article 8 de la loi ΓΧΜΒ (c'est-à-dire en émettant de nouveaux billets de banque, qui ne constituent pas du tout une dette de l'Etat envers la Banque).

(1) Réserve faite, bien entendu, du cas où ces Bons sont employés pour souscrire à des emprunts nationaux. Il est certain qu'on ne peut pas en dire autant des Bons de la Défense Nationale français, ou de ceux de plusieurs autres Etats, puisque, même s'ils ne sont pas remboursés par le produit de nouveaux emprunts, ils le seront au moyen de nouveaux billets, c'est-à-dire de nouvelles ressources du Trésor, par la raison qu'ils augmenteront la dette de l'Etat envers la banque d'émission.

une somme presque égale à leur montant (1). La valeur des bons circulant sur le marché, au 31 décembre 1918, s'élevait à 50 millions de drachmes.

Il ne peut y avoir de doute que ce deuxième procédé contribue à diminuer réellement, à chaque instant, la circulation effective pour le compte de la loi Γ X M B et, par là même, l'ensemble de la circulation fiduciaire du pays. On peut cependant se demander si ces Bons du Trésor au porteur, émis pour une somme à partir de 25 drachmes, et pouvant de la sorte remplacer pour les gros paiements les billets de la Banque Nationale, ne doivent pas être considérés, d'un certain côté, comme une autre forme de circulation fiduciaire et, par conséquent, comme moins efficaces qu'on aurait pu le penser, pour éloigner le danger d'une inflation monétaire.

---

(1) Ils ont présenté également l'avantage, comme le fait très bien remarquer *M. Lécatsas*, Directeur de la Comptabilité générale, dans une conférence sur : « Les Finances de guerre de la Grèce » (Athènes, 1919), d'habituer le public à prêter son argent à l'Etat. Cet avantage a été très appréciable pour la Grèce, puisqu'il a permis le renforcement du crédit public et la possibilité de l'émission d'emprunts intérieurs, chose qui avait toujours été considérée comme très difficile jusqu'ici. En effet, le succès des deux emprunts intérieurs émis dernièrement par l'Etat, s'il est dû principalement aux grandes disponibilités du pays par suite de la guerre, doit être aussi attribué, jusqu'à un certain point, au fait que le public a été habitué, grâce aux Bons de la Défense Nationale, aux rapports financiers avec l'Etat.

Le premier des deux emprunts intérieurs en question, a été émis dans le courant de 1917, et s'est élevé à une somme de 100 millions de drachmes. Le deuxième dont la souscription a été close en 1919, a apporté au Trésor une somme de 75 millions de drachmes. Le prix d'émission de ces deux emprunts a été fixé à 95 drachmes et le taux d'intérêt à 6 0/0, ce qui représente un taux de placement net de 6,32 0/0.

Il n'est plus difficile maintenant d'expliquer la différence existant entre les 675 millions qui constituent la partie de l'avance alliée des 750 millions virée au 31 décembre 1918 au nom de la Banque Nationale, et les 514 millions qui représentent, à cette date, la portion de cette même avance portée au crédit du compte de la loi ΓXMB, ou plutôt les 499 millions auxquels s'élève le montant des nouveaux billets émis par la dite banque, en vertu de la loi ci-dessus, pour le compte des crédits de l'avance en question.

Le tableau suivant montre clairement les différents moyens qui ont été employés pour fournir à l'Etat les billets de banque correspondant aux 675 millions susmentionnés :

| | Au 31 décembre 1918 |
|---|---|
| Nouveaux billets émis par la Banque Nationale . . . . . . . . . . . . | 499.029.523 drachmes |
| Billets provenant des dépôts à la Banque (1) | 105.767.963 » |
| Bons de la Défense Nationale en circulation (1) . . . . . . . . . . . . . | 50.000.000 » |
| Différence de change (2) . . . . . . . . | 20.202.514 » |
| | 675.000.000 drachmes |

(1) Les parties du crédit de 675 millions viré au nom de la Banque Nationale, correspondantes à ces deux rubriques, sont destinées à couvrir les nouveaux billets que cette banque serait éventuellement obligée d'émettre pour rembourser ses dépôts ou les Bons en circulation.

(2) Il s'agit de la partie du crédit de 675 millions qui ne doit, en aucun cas, avoir une somme correspondante de billets en circulation et qui doit servir comme provision pour le moment où la différence de change entre la drachme et les monnaies dans lesquelles l'avance des 675 millions est constituée (la différence de change pour les 75 millions restant de l'avance de 750 millions, n'était naturellement pas calculée au 31 décembre 1918), sera définitivement réglée. Ce chiffre de 20.202.514 constitue donc la différence de change calculée pour l'ensemble des

Malgré les deux expédients que nous venons d'indiquer et dont l'efficacité a été très relative, il est indéniable que la circulation des billets pour le compte des avances des Alliés a pris des proportions dont on ne peut pas se dissimuler la gravité.

§ 4. — *La circulation couverte par les avances de 150 millions promises par les Alliés, par les avances en marks et par les crédits ouverts pour garantir les avances en drachmes aux Alliés.*

D'ailleurs, à la circulation couverte par les avances alliées de 750 millions, dont on vient de parler, il faut ajouter celle couverte par les simples promesses que les Alliés ont données à la Grèce avant l'année 1918 et qui consistaient dans l'engagement pris par eux de prêter leur concours au Gouvernement hellénique, afin qu'il soit sûr de trouver auprès d'eux, une fois la guerre finie, l'argent nécessaire pour couvrir effectivement les billets émis pour le compte des 150 millions constituant les « écritures » en question (1).

En dehors des réflexions relatives à l'extension de la

---

trois premières rubriques du tableau ci-dessus. C'est là une mesure de prudence qu'on ne peut que louer. Cette explication éclaircit aussi la contradiction apparente qui existe entre les différences de change résultant du tableau de la page 324 et celle calculée dans le tableau du texte : 1° le chiffre de 14.970.477 (pages 324, note 1 et 327) ne représente que la différence de change pour la première rubrique du tableau ci-dessus ; 2° celui de 21.370.477 (page 324, note 3) que le total de cette dernière différence avec celle calculée au moment de l'émission des billets couverts par le crédit en marks.

(1) Voir page 301.

circulation et au danger d'inflation qui en découle, dont on vient de parler dans le paragraphe précédent et qui s'appliquent aussi dans le cas présent, il faut ajouter trois nouvelles remarques :

*a*) Quoique la promesse formelle de grandes puissances comme la France et l'Angleterre constitue une garantie de tout premier ordre, on ne peut pas nier que jusqu'au moment où les crédits promis seront effectivement ouverts, l'émission des billets basée sur cette seule promesse constitue un procédé complètement irrégulier et dangereux au point de vue économique, et qui, au point de vue juridique, s'éloigne manifestement non seulement de la lettre, mais aussi de l'esprit de l'article 8 de la loi de 1910, et ne cesse pas d'être illégal, même après le vote de l'article 3 de la loi 1235 de 1918 (1) ;

*b*) Aucune différence de change (2) n'a été calculée au moment de l'émission (3) pour couvrir, au moins en partie, la perte qui pourrait résulter de la baisse éventuelle (déjà constatée, d'ailleurs, et ne pouvant que s'accentuer) des monnaies dans lesquelles les avances promises vont être ouvertes, au moment de leur réalisation ;

*c*) L'ouverture et la réalisation de la partie des cré-

---

(1) Voir pages 312-313.

(2) Contrairement à ce qui a été fait pour l'avance des 750 millions.

(3) Dès que l'Etat recevait une nouvelle promesse d'ouverture de crédit de la part des trois grandes Puissances, la Banque Nationale émettait et remettait au Gouvernement des billets de banque pour une somme exactement égale au montant du crédit promis. L'Etat prenait d'ailleurs à sa charge toute perte à venir pouvant résulter de ce chef.

dits visés promise par la Russie (1), est absolument problématique et, en tout cas, elle ne pourra couvrir, vu les cours du rouble, qu'une portion insignifiante de la circulation basée sur cette partie de l'avance des 150 millions.

La somme des billets émis pour les besoins de l'Etat possède aussi une troisième catégorie de couverture, d'une valeur encore plus incertaine que la précédente et sur laquelle il nous faut donner quelques explications. Il s'agit de deux avances de 40 millions de marks chacune (2) que la Banque allemande Bleichrœder a consenties, à l'époque où une partie de la Grèce était encore sous le régime de l'ex-roi, aux Gouvernements qui précédèrent M. Venisélos au pouvoir (3).

En vue de la réalisation de ces deux avances, le Gouvernement d'alors s'est contenté de demander à la Banque Bleichrœder l'ouverture chez elle d'un crédit de 80 millions de marks, sous forme de dépôt à vue au nom de la Banque Nationale, et d'inviter cette dernière à une émission supplémentaire de billets (4) couverts par le dépôt en question, et qui ont été remis au

(1) Nous avons déjà vu page 324, note 1, qu'elle ne s'élevait heureusement, qu'à 10 millions de francs.

(2) Le premier de ces emprunts a été conclu vers la fin janvier 1916, et le second vers la mi-avril de cette même année, c'est-à-dire sous le Ministère Scouloudis-Gounaris. Au mois de janvier 1917, il a été conclu encore un troisième emprunt de 40 millions de marks, sous le Ministère Lambros, mais cette dernière convention n'a jamais été mise à exécution.

(3) Ces deux avances, qui devaient rapporter à la Banque allemande un intérêt de 6 0/0, étaient remboursables trois mois après la signature de la paix.

(4) D'un montant de 73.600.000 drachmes. Voir page 324.

Gouvernement (1). Pour fixer le montant de cette nouvelle émission, le prix du mark a été calculé à 0,92 leptas, le Gouvernement s'engageant à supporter toute perte qui pourrait incomber ultérieurement à la Banque, par suite d'une baisse du mark plus accentuée dans l'avenir.

Jusqu'ici, le crédit dont nous parlons n'a jamais été réalisé, la Banque Nationale n'ayant pas utilisé ses dépôts en marks (2). Il est clair néanmoins que si cette Banque était obligée plus tard de tirer des traites sur ces dépôts, le produit de la réalisation des avances en

---

(1) Il en résulte que, contrairement à ce qui est arrivé pour la réalisation des avances alliées, cette nouvelle émission de billets de la part de la Banque Nationale était absolument conforme à l'article 8, tel qu'il se trouve stipulé dans la loi de 1910, puisque cette émission était couverte par un dépôt effectif à l'étranger, immédiatement réalisable. Nous aurions pu, par conséquent, au tableau de la page 324, faire rentrer cette émission dans la circulation pour le compte de la loi de 1910 proprement dite. Si nous ne l'avons pas fait, c'est que cette émission couverte par le dépôt en marks présente des particularités caractéristiques, notamment le fait que la perte pouvant en résulter par suite d'une baisse du change dans l'avenir a été prise par le Gouvernement à sa charge, ainsi que l'attitude adoptée par le Gouvernement Vénisélos et consistant à éviter, autant que possible, la réalisation effective de l'emprunt allemand et, par conséquent, le retrait de la part de la Banque Nationale du dépôt correspondant.

(2) Ce qui lui était parfaitement possible, les avances des 80 millions de marks étant, comme nous venons de l'indiquer, immédiatement réalisables. Si cette réalisation n'a jamais été effectuée jusqu'ici, cela tient à des causes absolument étrangères à la convention avec la Banque Bleichrœder, et aux intentions du Gouvernement d'alors. Ces causes tiennent, tout simplement, à l'impossibilité d'importer des marchandises allemandes, au blocus, et plus tard, entre autres, à l'interdiction du commerce avec l'ennemi.

marks ne suffirait (en tenant compte de la baisse actuelle du mark, qui se maintiendra probablement assez longtemps) à couvrir qu'une partie minime des billets émis de ce chef (1). Cela entraînerait une perte très importante pour le Trésor et ce ne serait qu'une conséquence malheureuse de plus à ajouter au bilan de la politique de l'ex-roi (2).

(1) Malgré la différence de change qui a été prise en considération au moment de l'émission.

(2) Quant à l'attitude de la Banque Nationale en cette circonstance, il lui a été reproché (par l'article de fond du journal « Athinai » du 5 août 1917, entre autres), d'avoir consenti à une opération qui était, d'une part, illégale, comme contraire aux dispositions de l'article 8 de la loi Γ X M B, et d'autre part, onéreuse, puisque la baisse prochaine du mark était à prévoir et même prévue par elle. Sans vouloir nier un certain empressement de la part de la Banque à servir une combinaison financière manifestement antipatriotique du Gouvernement d'alors, nous ne pouvons pas néanmoins souscrire à l'accusation portée contre elle, du moins dans les termes que nous venons d'indiquer. Car :

1° L'opération ne doit pas être considérée comme illégale puisque l'émission de billets couverts par des dépôts à l'étranger (c'était le cas du crédit en marks puisqu'il était immédiatement réalisable), est conforme au système de la loi Γ X M B, tel que la Banque l'avait interprété et appliqué depuis 1915. Il y a mieux : la Banque n'avait pas le droit, du moment qu'elle était entrée dans la voie de la continuation de l'application de l'article 8 même pour des opérations de change sur les pays à monnaie dépréciée, de refuser au Gouvernement l'achat, au moyen de nouveaux billets, des traites que celui-ci pouvait tirer sur l'avance allemande.

On objectera que ces dépôts en marks ne représentant plus le pair, la Banque Nationale ne pouvait pas acheter les traites tirées sur eux, conformément à la loi de 1910. Mais c'est là une objection ayant trait à une question déjà posée depuis longtemps et résolue par la Banque de façon à pouvoir poursuivre des opé-

Et comme si cette circulation ne suffisait pas, il vint s'ajouter une nouvelle catégorie d'émission de billets,

---

rations de la catégorie de celle des 80 millions de marks. Si la solution donnée alors par la Banque était illégale, et c'est notre opinion, c'est une autre affaire d'un ordre beaucoup plus général et qui ne vise pas particulièrement l'opération des marks. La Banque Nationale, dans ce dernier cas, n'a fait qu'une opération légale à son point de vue, qui était d'ailleurs celui de tous les Gouvernements qui se sont succédés depuis 1915. Aussi, la Banque, en émettant les billets couverts par ces dépôts en marks, a pris tout simplement en considération la baisse du mark au-dessous du pair, en conformité avec la politique adoptée par elle de réglementation du change sur la parité du dollar, politique qu'elle a suivie depuis 1915, aussi bien pour le mark que pour le franc ou la livre sterling (Voir pages 240 et suivantes). On ne voit donc pas pourquoi l'opération des marks serait spécialement illégale, pour ceux qui ont considéré comme conformes à la loi toutes les autres opérations de change sur Paris ou Londres, par exemple, effectuées depuis 1915.

Quant à une autre objecrion d'après laquelle la Banque aurait dû prévoir une déclaration de guerre de la Grèce contre l'Allemagne, circonstance qui aurait entraîné l'impossibilité de se servir de ses dépôts dans ce pays et, par conséquent, l'inexistence de couverture effective pour les billets correspondants, cette éventualité ne serait que la conséquence d'une défectuosité inhérente au système de la loi de 1910, qu'il n'était pas donné à la Banque de corriger et que nous avons déjà eu l'occasion de constater plus haut (Voir pages 173-174).

2° Cette opération n'était même pas onéreuse, puisque le Gouvernement s'engageait à rembourser la Banque de toute perte pouvant résulter de la baisse éventuelle du mark. En admettant même que le Gouvernement n'eût pas pris cet engagement, la perte qui résulterait pour la Banque au moment de la vente ultérieure des traites sur ses dépôts en Allemagne, ne serait qu'une autre conséquence fâcheuse du système de la loi Γ Χ Μ Β, que la Banque n'aurait qu'à subir, comme suite de la politique qu'elle a cru bon d'adopter (voir pages 175 et suivantes).

Bien que l'opération en question n'eût été ni illégale ni oné-

d'un montant de 101 millions, pour les besoins des armées alliées en Orient (1), couverte par les crédits ouverts par les Alliés au nom de la Banque Nationale.

Il faut mettre en relief que la somme que ces crédits représentent, qui est toujours égale au montant des émissions des billets correspondantes, n'est portée au crédit du compte de la loi Γ X M B qu'à titre indicatif. En effet, d'après les accords passés entre les Alliés et la Grèce (2), la somme en billets de banque fournie

---

reuse pour la Banque Nationale, on ne peut nier un certain mauvais vouloir de sa part, puisqu'il était de son devoir de faire tout son possible pour éviter de prêter son concours à une combinaison préjudicieuse, sinon pour elle, du moins pour l'Etat, et capable, en tout cas, d'ébranler la solidité de la circulation fiduciaire du pays dont elle a la responsabilité. La Banque Nationale serait d'ailleurs en mauvaise posture pour prétendre qu'elle ne prévoyait pas une nouvelle baisse du mark, ou une participation prochaine de la Grèce à la guerre aux côtés des Alliés. La conviction générale et les sentiments réels du pays étaient suffisants pour la guider. Ce qui prouve enfin qu'elle a volontairement fermé les yeux à ces évidences, c'est que dès la déclaration de la guerre européenne, elle s'est empressée de diminuer, autant que possible, les dépôts qu'elle possédait en Allemagne en vertu de la loi Γ X M B, et parvint ainsi à les restreindre de 60 à 7 millions seulement. Guidé par ces justes considérations, le Gouvernement de M. Vénisélos, une fois au pouvoir, a pris des sanctions sévères contre les personnes qui se sont mêlées directement à la conclusion de l'opération dont il s'agit, en apportant des changements importants dans la direction du premier établissement financier du pays.

(1) Cette somme s'est considérablement accrue depuis. Mais conformément à un accord passé dernièrement entre le Gouvernement hellénique d'une part, et les Gouvernements de France et d'Angleterre de l'autre, ces derniers se sont engagés à ne plus demander, à partir du 31 juillet 1919, de nouvelles avances en drachmes à la Banque Nationale.

(2) Voir pages 302 et suivantes.

dans les conditions que nous savons par la Banque Nationale aux armées alliées de Salonique, doit être remboursée également en drachmes (1). Par conséquent, si les Alliés ne retournent pas à la Banque, en monnaie grecque, la totalité des billets qu'elle leur aura fournie (2), chose d'ailleurs fort improbable, ils devront, en cas de baisse de leurs monnaies par rapport à la drachme au moment du remboursement, ajouter aux crédits déjà ouverts au nom de la Banque, des crédits supplémentaires, jusqu'à ce qu'elle arrive, par leur réalisation, à faire rentrer dans ses caisses la totalité des billets émis pour les besoins de l'armée d'Orient (3). Cette explication met en lumière la raison pour laquelle la différence de change n'a pas été prise en considération au moment des émissions dont il s'agit ; elle fait aussi ressortir les avantages que les Alliés tiraient de cette combinaison (4).

---

(1) La clause de l'accord concernant le remboursement éventuel en francs ou en livres sterling (voir pages 303-304), n'aura probablement pas l'occasion de jouer, du moins en ce qui concerne les avances à la France, car il est à prévoir que dans le délai des deux ans après la cessation des hostilités, les cours du franc en Grèce n'atteindront pas le pair.

(2) Dans le cas contraire, les crédits ouverts par les Alliés pour couvrir ces billets, ne seront jamais réalisés par la Banque Nationale et lui seront naturellement retirés.

(3) Inversement, en cas de hausse et si la Banque Nationale veut se faire rembourser directement, ce remboursement s'effectuera avant que les crédits ouverts soient totalement épuisés.

(4) Puisqu'ils se procurèrent les sommes en drachmes dont ils avaient besoin, non seulement sans rien débourser, mais sans même ouvrir des crédits pour une somme réellement équivalente à la valeur qu'avaient les billets quand ils ont été fournis.

Il n'est pas douteux que c'était un devoir pour la Grèce de contribuer, dans la mesure de ses forces et par tous les moyens en son pouvoir, au succès de la campagne alliée à Salonique (1). Néanmoins, tant que la Banque Nationale n'est pas à même de réaliser les crédits en question et, par là, de retirer la circulation extraordinaire dont on parle (2), les conséquences fâcheuses d'une inflation monétaire ne peuvent que devenir de plus en plus accusées.

### § 5. — *La circulation couverte par les dépôts proprement dits, constitués en vertu du système de l'article 8 de la loi de 1910.*

Avant d'envisager l'avenir et les remèdes qui s'imposent, examinons la dernière rubrique de circulation du système Γ X M B, celle intitulée : « Circulation pour le compte de la loi de 1910, article 8 ». Cette circulation, qui peut être considérée comme la seule basée sur le jeu naturel de l'article 8 de la loi de 1910 (3), s'élevait au 31 décembre 1918 à 346 millions 1/2 et était entiè-

(1) On comprend bien que cette nouvelle catégorie d'émissions n'aurait pas été autorisée sans la demande des Gouvernements Alliés.

(2) Abstraction faite du cas, peu probable, du remboursement en billets de la Banque Nationale.

(3) Tandis que les autres catégories d'émissions pour le compte de la loi Γ X M B, que nous venons d'examiner, reposent sur l'article 8 A, ajouté à la loi en question par la loi 1235 de 1918 (voir pages 311-313) ; exception faite, toutefois, de l'émission couverte par les avances en marks, pour les raisons que nous venons d'exposer (voir page 338, note 1).

rement couverte, comme elle l'a d'ailleurs toujours été jusqu'ici, par des dépôts à l'étranger.

Il est vrai que, par suite de la baisse du change sur les pays dans lesquels les disponibilités servant de couverture sont déposées, la circulation en question n'est pas en réalité, entièrement couverte depuis 1915. Mais c'est là une situation qui n'avait encore, à ce moment, qu'une signification purement théorique, suivant l'explication que nous avons déjà donnée (1). C'est pourquoi nous n'avons à nous en préoccuper que dans la partie suivante.

Ce qui, par contre, nécessite un éclaircissement immédiat, c'est une autre question ayant trait aux dépôts constitués à l'étranger à partir de 1915, en vertu de l'article 8 de la loi Γ X M B. Ainsi qu'on le sait déjà, pour ces dépôts, la différence de change a été prise en considération par la Banque Nationale (2). Dans ces conditions, comment peut s'expliquer le fait que, dans le tableau de la page 324, les rubriques « Circulation : pour le compte de la loi de 1910, article 8 » et « Couverture : dépôts à l'étranger » se balancent, tandis que le résultat de la politique suivie par la Banque Nationale depuis 1915 devait être, nécessairement, une supériorité de la couverture sur la circulation ? Est-ce parce que les dépôts dont on parle sont calculés à l'actif en drachmes au cours du change auquel ils ont été constitués ? — Non ; le procédé suivi à ce sujet par la Banque Nationale est tout autre : après avoir inscrit au passif une circulation de billets exactement égale aux

(1) Voir pages 261-262.

(2) Voir page 241, notes 2 et 3.

dépôts à l'étranger calculés au prix du pair (1), elle inscrit à l'actif sous la rubrique « Billets de banque de la loi Γ X M B » la somme des billets qui n'a pas été mise effectivement en circulation par suite de la différence de change entre la drachme et les monnaies dans lesquelles les dépôts sont constitués (2). Mais alors, dira-t-on, comment la Banque arrive-t-elle à balancer son bilan? — Elle ajoute à son passif et sous la rubrique générique « Comptes à régler », une somme égale à celle inscrite à l'actif sous la rubrique « Billets de banque de la loi Γ X M B » (3).

Il reste encore trois remarques à faire : *a*) Cette manière de procéder n'est pas suffisamment claire et ne donne pas au grand public une idée précise sur la situation et la couverture de la circulation fiduciaire du

---

(1) Quel que fût le prix d'achat des monnaies dans lesquelles ils consistent. En adoptant ce procédé, la Banque a cru probablement respecter la disposition de l'article 8, d'après laquelle : « ...Les billets de banque émis dans le but ci-dessus ainsi que l'or et le change achetés, seront portés sur des comptes spéciaux au passif et à l'actif de la Banque Nationale et *devront se balancer, le change et l'or étant évalués au pair...* ». C'est, en effet, le seul sens que pouvait avoir la phrase ci-dessus, du moment que, d'après la Banque, elle n'impliquait point l'impossibilité d'achat et de vente de change ne représentant plus le pair. Voir page 116, note 1.

(2) Cette rubrique s'élevait, au 31 décembre 1918, à 9.737.060 drachmes.

(3) C'est, en quelque sorte, une réserve spéciale ou une provision destinée à combler, jusqu'à son épuisement, la différence devant résulter de la vente postérieure du change ainsi acheté à un cours inférieur au pair, ou bien à constituer un bénéfice net pour la Banque dans le cas improbable où les changes reviendraient vite au pair.

pays (1). *b*) Pour avoir le montant de la circulation effective, il faut toujours défalquer la somme inscrite à l'actif de la Banque sous la rubrique « Billets de banque de la loi Γ X M B ». *c*) En ce qui concerne la circulation en vertu de la loi Γ X M B, article 8 A, et couverte par l'avance des 750 millions, la différence de change est calculée d'une manière toute différente et beaucoup plus nette (2).

Si on compare maintenant le montant de la circulation basée uniquement sur l'article 8 de la loi Γ X M B et dégagée des autres facteurs qui vinrent la grossir dans le courant de 1918, au 31 décembre de cette année-là, avec les chiffres de cette même circulation à la fin des années précédentes (3), on voit que, tandis qu'elle allait, depuis 1910, en doublant presque d'année en année (4), au 31 décembre 1918, au contraire, elle redescendait à 346 millions 1/2 (5).

---

(1) Surtout que la rubrique « Comptes à régler » englobe divers autres règlements en suspens.

(2) Voir page 327.

(3) Voir les tableaux des pages 193 et 286.

(4) Sauf à la fin de 1914, à cause de la demande de change provoquée par le déclenchement de la guerre européenne. Voir pages 220-221.

(5) Rappelons ici la remarque que nous avons faite à la page 323, note 1, d'après laquelle l'accroissement de cette circulation à 690 millions à la fin de 1917, n'était pas dû non plus au simple jeu du système de l'article 8, puisque cette circulation comprenait déjà les billets émis pour le compte : de l'avance alliée de 150 millions (voir page 301) ; des 50 millions constituant le premier tronçon de l'avance des 750 millions (voir page 309, note 2) ; enfin des 80 millions de marks (soit 73.600.000 drachmes ; voir pages 337 et suivantes). Quant

La raison en est simple : Etant donné que la Banque Nationale ne pouvait pas encore réaliser les avances alliées et les autres crédits ouverts en son nom (1), elle était obligée de satisfaire à la demande de change, qui a été sensiblement accrue au courant de l'année 1918, en livrant des lettres de change tirées sur ses propres dépôts, c'est-à-dire ceux déjà constitués conformément à l'article 8 de la loi de 1910, qui ont ainsi diminué de plus de 50 millions.

### § 6. — *Le renversement de la balance des comptes et les raisons du déficit de cette balance.*

Cette diminution des dépôts de la loi Γ Χ Μ Β présente un grand intérêt au point de vue de l'appréciation de la situation économique de la Grèce pendant l'année 1918. Elle démontre que, contrairement à ce qui est arrivé pendant les années précédentes et conformément aux prévisions qu'il y avait lieu de faire depuis la participation de la Grèce à la guerre (2), sa balance des comptes, qui depuis plus de vingt ans n'avait pas

---

aux crédits ouverts pour les besoins de l'armée d'Orient, les émissions correspondantes n'ont eu lieu qu'à partir de 1918. Dans ces conditions, la circulation réelle pour le compte de la loi de 1910, article 8, ne s'élevait à la fin de 1917 qu'à 400 millions de drachmes environ. Ce chiffre marquait tout de même une augmentation en comparaison de celui de la circulation de l'année précédente qui s'élevait à 360 millions.

(1) Pour les motifs que nous avons déjà exposés pages 298 et suivantes.

(2) Et dont les raisons ont été résumées plus haut. Voir pages 295-296.

cessé de lui être favorable, a tourné à son désavantage (1).

Cette situation n'a, en somme, rien de surprenant quand on pense au déficit de la balance économique de tous les autres belligérants, ainsi qu'au fait qu'aucune réalisation sur les avances consenties par les Alliés, pas même pour la somme la plus minime, n'est venue, dans le courant de l'année qui nous intéresse, redresser la balance des comptes du pays. Il est intéressant, néanmoins, de rechercher d'une façon plus détaillée, quels sont les chapitres de cette balance qui l'ont amenée à se solder en déficit, car ce n'est que cette étude qui pourra nous permettre d'apprécier la situation en connaissance de cause, et d'en tirer les conséquences qui en découlent pour le présent, et les prévisions qui s'imposent pour l'avenir.

C'est ainsi que, l'année 1918 a été le point de départ d'un mouvement de sortie de capitaux pour des causes multiples, dont les principales exercent encore en ce moment une action de plus en plus défavorable sur la balance des comptes. Pour ne parler que de cette année 1918, la demande de change sur l'étranger est allée toujours en augmentant et a pris ainsi des proportions inaccoutumées pour la Grèce. Les raisons en sont les suivantes :

1° Le pays a tenu à exprimer sa confiance et son attachement à la France en souscrivant pour plusieurs dizaines de millions, à l'emprunt français de la Victoire ;

2° L'Etat a eu à supporter beaucoup de frais mili-

(1) Inutile de répéter ici pour quelle raison le déficit de la balance des comptes de la Grèce n'a pu avoir aucune répercussion sur son change.

taires et autres à l'étranger, qu'il a réglés immédiatement (1) ;

3° Malgré l'interdiction de sortie des capitaux, il y eut une certaine évasion de fonds vers l'étranger, dans un but de pure spéculation sur le change et surtout d'achat de roubles russes et autres monnaies dépréciées (2).

4° Enfin et surtout, pendant cette année-là, le commerce d'importation s'est empressé de réapprovisionner, dans la mesure du possible, le marché en objets et denrées qui avaient été consommés pendant la durée du blocus (3). Ce mouvement, sur lequel il nous faut insister davantage, a surtout été facilité par l'attitude des banques grecques qui, dans le but de placer avantageusement les grandes disponibilités qu'elles avaient accumulées pendant la durée de la guerre (4), ont fourni sans compter au commerce des crédits considérables sur nantissement de marchandises (5). Aussi les importations ont-elles été

---

(1) Il ne s'agit pas ici des dépenses d'armements et de munitions, dont le règlement n'aura lieu qu'une fois la guerre finie. Voir page 307.

(2) Ces tendances de la spéculation ont trouvé, d'ailleurs, un champ d'action assez vaste en Grèce, par suite de l'offre abondante sur le marché de roubles apportés par les réfugiés russes. En 1919 cet esprit de spéculation a pris des proportions très inquiétantes, comme nous le constaterons dans la suite.

(3) C'est une des causes de demande de change qui étaient prévues à la fin de 1917, qui avait déjà commencé à se manifester à cette époque. Ce fut la seule qui ne put être écartée par suite des mesures prises en vertu des accords passés entre la Grèce et ses Alliés. Voir page 306, note 3.

(4) Voir page 328, note 2.

(5) Ces opérations s'effectuaient à peu près dans les conditions

en 1918, supérieures à toute prévision et ont même dépassé les besoins du pays, malgré l'épuisement de ses stocks par suite du blocus (1). Il s'ensuivit une crise dont nous aurons à étudier les effets.

Ces quelques explications suffisent pour démontrer la nécessité dans laquelle se trouvait la Banque en 1918, de puiser dans ses réserves de change de la loi Γ X M B, et la réduction de ces réserves à 346 millions.

Il y aurait même lieu de se demander comment, en présence d'un courant si important de demande de change, cette diminution des réserves de la loi de 1910 n'a pas dépassé le chiffre relativement médiocre de 50 millions. La réponse à cette question se trouve dans deux circonstances essentielles, auxquelles nous avons déjà fait allusion, mais sur lesquelles nous devons insister davantage ici, vu le rôle qu'elles ont joué

---

suivantes : L'importateur versait à la Banque au moins 20 0/0 sur la valeur de la marchandise qu'il avait à acheter ; la Banque lui fournissait le reste et effectuait le paiement en prenant comme gage la marchandise achetée ; une fois cette marchandise revendue dans le pays par l'importateur, la Banque retenait sur le prix de vente l'argent avancé par elle, plus les intérêts.

(1) Voici comment s'exprime à ce sujet *M. Anastassiadès*, député d'Attique, Président de la Chambre de Commerce d'Athènes, dans un interview accordé à la revue : « Les Annales Franco-Helléniques » (nº 55, Athènes, 19/1 juin 1919) : « Les raisons de cette surimportation sont tangibles. Avant l'armistice, vu le manque de stocks de notre marché et dans l'espoir d'une fortune rapide, chacun se transforma ici en commerçant en gros. Nombreux sont les Athéniens qui délaissèrent leurs occupations ordinaires pour devenir importateurs. De grosses commandes furent passées en Espagne et en Amérique où existaient des stocks importants... ».

depuis la participation de la Grèce à la guerre pour éviter à sa balance des comptes un déséquilibre accentué :

D'une part, une grande partie du change sur l'étranger dont le public avait besoin, lui a été fournie par la Banque Nationale et surtout par les autres banques helléniques, au moyen de devises tirées sur leurs propres réserves de change, constituées pendant la guerre sous forme de dépôts à vue auprès de banques étrangères (1). Il en résulta une certaine diminution du montant de ces dépôts dans le courant de 1918 (2).

---

(1) Voir page 281. Aussi on a pu évaluer à plus de 150 millions la diminution totale, en 1918, des réserves de change du pays pour réaliser les paiements à faire à l'étranger. En tout cas ce qui est certain, c'est que la Banque Nationale a enregistré pendant cette année, un excédent des ventes sur les achats rien que de change commercial, de 120 millions environ (aussi bien pour son propre compte, que pour celui de la loi Γ X M B),

(2) Il est vrai qu'en ce qui concerne la Banque Nationale, loin de constater une diminution dans la rubrique de son bilan concernant ses propres disponibilités à l'étranger, on y relève une très grande augmentation, puisque de 208 millions fin de 1917 (voir page 281, note 2) elle s'éleva au 31 décembre 1918 à 481.008.639 frs. 82. Cette contradiction peut s'expliquer comme suit :

*a*) L'accroissement n'est pas aussi important qu'il apparaît à première vue, puisqu'il faut défalquer du chiffre de 481 millions : 105 millions qui représentent la partie des crédits ouverts par les Alliés, que la Banque a inscrite à son propre compte, pour balancer les billets provenant des dépôts chez elle qu'elle a fournis à l'Etat (voir pages 327 et suivantes) ; puis les 50 millions de ces mêmes crédits qui constituent la provision pour les Bons de la Défense Nationale en circulation (voir pages 331 et suivantes) ; enfin, les 20 millions qui servent de couverture à la circulation des petites coupures que le Gouvernement a déposés à vue auprès de la Banque Nationale (voir page 273).

*b*) Cet Etablissement, en vue d'arriver à placer ses propres

D'autre part, les différents mouvements défavorables pour la balance des comptes que nous venons d'énumérer (1), eurent comme contre-partie les facteurs favorables à cette balance qui ont déjà été remarqués dans la période 1915-1917 (2), dont l'importance s'est généralement maintenue et parfois même accentuée pendant l'année suivante, et auxquels vinrent s'ajouter de nouveaux éléments qui étaient de nature, soit à diminuer les paiements à faire à l'étranger, soit à augmenter ceux que l'étranger avait à faire à la Grèce.

Nous n'avons pas à énumérer de nouveau les différents facteurs auxquels nous faisons allusion. Il suffit de signaler ceux qui se sont manifestés ou accentués

---

disponibilités qui affluaient de toutes parts et surtout sous forme de dépôts, a dû éviter, autant que possible, de se servir du système Γ X M B pour acheter le change au pair sur le marché, ce qui ne pouvait que grossir ses propres réserves de change à l'étranger.

*c*) L'un autre côté, depuis 1918, la Banque s'est efforcée de laisser aux autres banques le soin de fournir le change nécessaire au public et de conserver, autant que possible, ses réserves de change, en vue de retarder le moment de leur réduction à 100 millions et, par conséquent, la nécessité de la réalisation des crédits alliés (voir page 300, note 2).

*d*) Enfin la réalisation de cette dernière politique était d'autant plus aisée que, vu les facilités fournies par les autres banques au commerce d'importation (voir page 349), c'est surtout par l'intermédiaire de ces dernières que se sont effectués les paiements à l'étranger nécessités par ce principal facteur de demande de change.

(1) Et qui ne se sont manifestés ostensiblement que pendant la deuxième moitié de l'année. On peut donc dire que c'est à partir de ce dernier semestre de 1918, que la balance des comptes de la Grèce a commencé à tourner à son désavantage.

(2) Voir pages 277 279.

après l'entrée en guerre de la Grèce et qui sont : 1° l'interdiction d'exportation de capitaux (1) ; 2° le fait que le règlement des munitions et armements fournis par les Alliés à la Grèce a été ajourné pour après la période de guerre (2) ; 3° l'entrée des capitaux constituant les différents profits toujours croissants réalisés par les Grecs en monnaies étrangères (3), et surtout la valeur des navires torpillés de la Marine marchande grecque (4), etc...

(1) Voir pages 308 et suivantes.

(2) Voir page 307.

(3) Nous avons surtout en vue les profits de la Marine marchande, qui allaient toujours en augmentant depuis la guerre et que nous avons déjà constatés. Voir page 229, note 2 et 278 notes 3.

(4) Ce chapitre très important, quoique moins intéressant au point de vue de la production nationale, de l'actif de la balance des comptes de la Grèce, s'est encore accru depuis l'entrée en guerre de cette dernière. Les pertes des vapeurs grecs coulés du fait de l'ennemi, ont été tellement considérables, qu'elles placent une petite puissance comme la Grèce, au quatrième rang dans le tableau des pertes navales de l'Entente donné par M. Tsoudéros et que nous reproduisons ci-dessous (voir *M. Tsoudéros*, *op. cit.*, p. 221).

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Grande-Bretagne : | Navires coulés | 2.197 | jaugeant | 7.638.020 T. |
| France : | » | 238 | » | 696.845 T. |
| Italie : | » | 230 | » | 742.365 T. |
| Grèce : | » | 163 | » | 406 383 T. |
| Etats-Unis : | » | 80 | » | 341.512 T. |
| Japon : | » | 29 | » | 120.176 T. |

Il serait difficile de donner un chiffre exact de la valeur des navires ainsi perdus. Mais ce qui est certain, c'est que tous les vapeurs grecs coulés étaient assurés pour des sommes de beaucoup supérieures à leur valeur d'avant-guerre.

Inutile d'ajouter que le remboursement des assurances ne résoud pas du tout le problème de la reconstruction de la Marine

Au sujet de ces principaux éléments de redressement de la balance des comptes de la Grèce, il y a deux remarques très intéressantes à faire :

La première est que les capitaux que les Grecs ont touchés, pour une raison ou pour une autre, à l'étranger, pendant l'année 1918, sont en réalité sensiblement supérieurs à ceux rentrés effectivement en Grèce et ayant ainsi positivement accru les créances de cette dernière sur l'étranger. Car une grande partie des profits réalisés à l'étranger par les Grecs pendant la guerre, ainsi que des sommes représentant la valeur des biens possédés par eux et consommés ou détruits du fait de la guerre, n'est pas rentrée en 1918, comme auparavant, sous forme de change dans le pays, cela, soit par crainte de ne pouvoir plus sortir par suite de l'interdiction d'exportation des capitaux, soit pour éviter la réalisation de la différence de change (1), soit parce que, parmi les Grecs possesseurs des capitaux en question, très nombreux sont ceux qui sont venus s'installer en France, en Angleterre ou ailleurs (2), soit enfin, à cause de l'éléva-

---

marchande hellénique, qui ne pourra s'effectuer qu'avec l'aide de l'étranger et par une répartition équitable du tonnage ennemi entre les alliés.

(1) Qui devenait de plus en plus sensible. Malgré tout, beaucoup conservaient l'espoir d'un prompt rétablissement des changes des Puissances alliées une fois la guerre finie.

(2) Dans ces conditions, même s'ils avaient l'intention de transférer leurs capitaux en Grèce, cette opération devenait difficile, comme tombant sous le coup de l'interdiction de sortie de capitaux instituée par certains de ces pays.

Il pourrait apparaître, de prime abord, que l'interdiction de sortie de capitaux instituée par un autre pays, ne pouvait nullement empêcher, grâce au système Γ X M B, les personnes domiciliées dans ce dernier et voulant transférer des capitaux en Grèce,

tion de plus en plus marquée du taux de l'intérêt dans ces derniers pays et du champ d'entreprise plus vaste qu'ils présentent.

La deuxième remarque, c'est que les éléments de redressement de la balance des comptes de la Grèce, qu'on vient d'énumérer, ne représentent point un accroissement normal des différents chapitres habituels de l'actif de cette balance. Tout au contraire, dans le principal de ces derniers, c'est-à-dire celui des exportations de marchandises, on a pu constater en 1918, une diminution sensible, étant donné qu'il n'y a pas eu d'exportation du principal produit du pays, c'est-à-dire du raisin sec, et que celle du tabac a été de beaucoup inférieure à la normale (1).

Il y a plus. Ces éléments ne présentent même pas, d'une façon générale, une augmentation correspondante de la richesse nationale, puisqu'ils ne consistent, dans leur ensemble, qu'en un ajournement et non pas en une réduction définitive des sommes à envoyer à l'étranger,

---

de disposer de leurs fonds, puisque, avec le mécanisme de cette loi, ces fonds continuent à rester dans le pays dans lequel ils se trouvent, avec la seule différence qu'ils sont dès lors déposés au nom de la Banque Nationale. Or, c'est précisément ce changement que le pays auprès duquel sont déposés ces fonds a tout intérêt à empêcher, et c'est là qu'il exerce son contrôle ; car une fois les dépôts passés au nom de la Banque Nationale, il serait facile à cette dernière, qui est une banque étrangère, de les retirer.

Ajoutons cependant, que ce contrôle n'est pas toujours tellement sévère et que les moyens de l'éviter ne manquent pas.

(1) L'explication doit être principalement cherchée dans le fait que ces deux produits essentiels de la Grèce, ne constituant pas, à proprement parler, des articles de consommation de première nécessité, leur exportation a été très affectée par les mesures sé-

ou bien en une entrée de capitaux, non pas nouveaux, mais tout simplement transformés en argent liquide (1).

Cette circonstance, qui s'était déjà manifestée avant 1918 (2), constitue un élément fondamental d'appréciation relativement à la situation de la balance des comptes de la Grèce dans la suite (3). Ses effets étant maintenant sensibles à plusieurs points de vue, elle sera à la base des constatations sur la situation actuelle que nous ferons dans la partie suivante, ainsi que de nos réflexions relatives à la politique de circulation et de change que la Grèce devrait suivre en ce moment.

---

vères et sans cesse renforcées de contrôle et de limitation des importations, qui ont été prises par la plupart des Etats en guerre, en vue de redresser leur change.

(1) Il est vrai que, de prime abord, cette transformation s'effectuait, en ce qui concerne la valeur des navires torpillés que nous avons ici en vue, dans des conditions dont la richesse nationale ne pouvait que profiter, les bateaux étant assurés pour des sommes infiniment supérieures à leur valeur d'acquisition. Seulement il ne faut pas oublier que cette dernière valeur ne représentait plus la valeur effective actuelle des navires, laquelle s'était déjà multipliée du fait seul de la guerre et représentait une augmentation réelle de la richesse nationale, que le navire soit coulé ou non. Il en ressort que la transformation dont on parle dans le texte, ne représentait que la suppression partielle d'une source de production très considérable pour le pays.

(2) Voir pages 291-292.

(3) Cette idée très juste a été mise en relief dans la déclaration du Ministre des Finances de la Grèce, sur la loi du 19 mars 1910, au moment de la présentation à la Chambre du budget de l'exercice de 1918.

# TABLE DES MATIÈRES

DU TOME PREMIER

---

## INTRODUCTION



## PREMIÈRE PARTIE

**L'introduction du système de la loi Γ X M B. L'état de la circulation et du change qu'il vint réglementer. Analyse théorique du système.**

### CHAPITRE I

**La circulation fiduciaire et le change en Grèce avant la promulgation de la loi Γ X M B du 19 mars 1910.**

Section I. — *Aperçu sur la circulation et le change jusqu'à la fin de 1909.*

## CHAPITRE III

**Analyse du système de circulation et de la politique de change, adoptés par l'article 8, § A de la loi du 19 mars 1910.**

## DEUXIÈME PARTIE

**Le système de la loi Γ X M B dans son application. Ses effets sur la solidité et l'élasticité de la circulation. Son influence pour le maintien du change au pair.**

### CHAPITRE I

**La période 1910-1914. Le développement rapide du fonctionnement du système, et son succès, mis à l'épreuve par des crises successives.**

## CHAPITRE II

**La période 1915-1917. Les services que le système a rendus à la Grèce pendant sa neutralité, et la politique de change et de circulation adoptée à son sujet.**

## CHAPITRE III

**L'année 1918. Les services que le système a rendus à la Grèce depuis son entrée en guerre, et son utilité pour la couverture des dépenses de guerre.**

IMPRIMERIE BUSSIÈRE, SAINT-AMAND (CHER)